

RIPESS

Working Paper No.43

国内外債市場と高橋是清：1897～1931

佐藤 政則

麗澤大学 経済学部 教授

神山 恒雄

明治学院大学 経済学部 教授

岸田 真

日本大学 経済学部 専任講師

永廣 顕

甲南大学 経済学部 教授

武田 勝

中央大学 経済学部 准教授

邊 英治

横浜国立大学大学院
国際社会科学研究所 准教授

平成24年1月31日

RIPESS 経済社会総合研究センター

序にかえて

高橋是清は、戦前日本における財政・金融の危機的な局面において重要な役割を果たし続けた。その経済論と経済政策を歴史的に検討することは、今日においても遜色のない課題の一つである。この研究の一環として、本書では海外の国際資本市場における日本国債価格・利回りの動向を意識しながら、内外国債発行に対する高橋是清の認識・政策を検討する。具体的には第Ⅰ部で 1897 年から第一次大戦直前までの金本位制における外国債発行・外資導入論を取り上げ、第Ⅱ部において 1917 年金輸出禁止と共に急増する内国債発行について考察する。

本書に収録した研究は、下記パネル ディスカッションに提出した報告論文である。

2010 年 11 月 13 日 政治経済学・経済史学会秋季学術大会パネル ディスカッション

「国際金融・資本市場と外資導入—日清・日露戦後の高橋是清—」

2011 年 5 月 5 日 社会経済史学会全国大会パネル ディスカッション

「国債累増と国債制度・市場—第一次大戦後の高橋是清—」

上記のパネルは、現代金融研究会および同研究会の部会である高橋是清経済論研究会のメンバーが中心となって組織した。現代金融研究会の発足は 1986 年であり、浅井良夫（成城大学）、伊藤正直（東京大学）、靄見誠良（法政大学）を中心に、金融史・財政史を専門とする大学院生が集まり組織された。定期的な研究会を継続しながら 2000 年には『金融危機と革新—歴史から現代へ—』（日本経済評論社）を刊行している。その後、同研究会の中から高橋是清の経済政策や経済論に関心をもつ中堅・若手の研究者によって 2004 年 8 月に高橋是清経済論研究会が部会として誕生し、続いて国際金融史研究部会も生まれた。

併せて本書には、日本金融学会歴史部会の参加者および現代金融研究会のメンバーによって組織した下記のパネル ディスカッションへの報告論文 3 本のうち 2 本を補論として収録した¹。

2009 年 5 月 16 日 日本金融学会春季大会 金融史パネル ディスカッション

「危機と革新の金融史—1920 年代、30 年代の日本—」

以上の 3 つのパネルについては、その概要と趣旨説明を掲載している。

高橋是清経済論の歴史的検討という課題において本書が見つけた論点は、重要ではあるけれども、全体の一部にすぎず残された問題の方がはるかに多い。何より 1930 年代を扱っていない、1927 年金融恐慌も対象外であり、高橋のアジア観や軍事財政観の検討も行っていない。これらを含めて他日を期したい。

なお、本書は、麗澤大学経済社会総合研究センター（プロジェクト：金融問題の基礎的研究、研究代表者：佐藤政則、2006～2007 年度）および麗澤大学重点研究助成（課題：高橋是清経済論の研究、研究代表者：佐藤政則、2009～2011 年度）による研究成果の一部である。記して関係各位に謝意を表したい。

佐藤政則

¹ このパネルの報告論文のうち鎮目雅人「経済環境とマクロ経済政策」は、同「両大戦間期の日本における恐慌と政策対応—金融システム問題と世界恐慌への対応を中心に—」『日銀レビュー』2009-J-1、2009 年 4 月として、すでに公開されている。http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2009/index.htm/

内外国債市場と高橋是清：1897～1931

目次

序にかえて	佐藤政則	i
第Ⅰ部 国際金融・資本市場と外資導入 ―日清・日露戦後の高橋是清―		1p
パネル・ディスカッション概要・趣旨説明	佐藤政則	
第1章 日清戦後期の経済政策構想	神山恒雄	3p
第2章 国際金融・資本市場と日本の外資導入論	岸田 真	11p
第3章 明治末正貨危機と高橋意見書	佐藤政則	25p
第Ⅱ部 国債累増と国債制度・市場 ―第一次大戦後の高橋是清―		36p
パネル・ディスカッション概要・趣旨説明	佐藤政則	
第4章 第一次大戦後の国債発行・流通市場の変容と制度改革	永廣 顕	38p
第5章 1920年代における減債基金と国債価格	武田 勝	56p
第6章 1920年代における日本の対外信用	岸田 真	77p
―金本位停止期における公債政策と国際金融市場のリスク・プレミアム―		
補 論 危機と革新の金融史―1920年代、30年代の日本―		89p
パネル・ディスカッション概要・趣旨説明		
補論1 日本におけるプルーデンス監督の形成	邊 英治	91p
―その組織・制度・機能：1873～1943―		
補論2 銀行経営の変容―1920年代、30年代の日本―	佐藤政則	103p

2010 年 11 月 13 日 首都大学東京
2010 年度政治経済学・経済史学会 秋季学術大会
パネル ディスカッション

国際金融・資本市場と外資導入

一日清・日露戦後の高橋是清一

司会進行 伊藤正直（東京大学）

趣旨説明 佐藤政則

第 1 報告

日清戦後期の経済政策構想 神山恒雄（明治学院大学）

第 2 報告

国際金融・資本市場と日本の外資導入論 岸田 真（日本大学）

第 3 報告

明治末正貨危機と高橋意見書 佐藤政則（麗澤大学）

コメンテーター 永廣 顕（甲南大学）

コメンテーター 浅井良夫（成城大学）

趣旨説明

佐藤政則

高橋是清は、戦前日本における財政・金融の危機的な局面において重要な役割を果たし続けた。本申請では、高橋に代表される経済論を歴史的かつ総合的に検討する研究の一環として、1897(明治 30)年金本位制確立前後から第一次大戦頃までを扱う。この時期の高橋は、後年の「高橋財政」期のイメージと必ずしも一致しない。低金利政策論者ではあったが、金本位制度を重視し、日露戦争頃から外資導入を前提とした経済成長論者となり、国際的信用という観点から政府財政の拡大には一貫して慎重であった。こうした経済論について、外貨建て日本国債の国際金融・資本市場における評価・起債可能性を意識しながら、高橋の主体的な経済認識に留意し、批判対象者とのスパイラルな相克のなかで、その経済論がどのように形成され、展開してきたのかを、国内外の同時代に内在して考察する。具体的には下記の三つの論点を中心に検討する。

第一に神山報告において、日清戦後から日露戦後にかけた様々な経済構想のなかで、高橋是清の構想と外資導入に対する認識の変化について検討する。経済政策構想において外資導入が重視されるのは、日露戦時外債の発行からである。外債発行＝正貨補充により入超でも積極基調の政策を継続することが容易になる一方で、貿易赤字に加え外債利払が飛躍的に増大して金本位制維持がますます困難になったことから、外債による国際収支決済の是非を焦点として経済政策の基調をめぐる対立が激化した。高橋の場合も、日清戦後期には積極基調を主張しつつも人為的外資輸入(外貨国債など政府の信用を利用した外資輸入)に消極的だった。しかし日露戦後期には人為的外資輸入の積極的推進論者となった。高橋は、横浜正金銀行副頭取あるいは日銀副総裁として、正金銀行の海外支店視察と外債調査のために洋行する一方、商業会議所連合会・第三回農商工高等会議・鉄道国有調査会などで外資導入を始め経済政策に対する見解を表明していた。こうした高橋の主張とその基になる現状認識を分析することにより、日清戦後と日露戦後の差異を明らかにする。

第二に岸田報告が、日露戦後から第一次大戦直前までにおける国際金融・資本市場、とりわけロンドン市場の視点から、日本の外債発行・外資導入の可能性を検討する。国際金本位制への参入と日英同盟の締結により実現した継続的な外債発行・外資導入は、国内の財政・民間資金需要を満たすと同時に、国際収支入超による正貨流出を補てんし、金本位制の維持と積極的な「戦後経営」の両立を可能とした。しかし、巨額の外債発行は、発行市場におけるカントリー・リスクを増大させ、次第に困難となり 1910 年代にはその方法も限界に達し、「正貨危機」が表面化することとなる。日露戦後から第一次世界大戦までのロンドン金融市場における日本外債の市場価格(利回り)の動向を分析し、併せて日本のカントリー・リスクの評価を検討する。

第三に佐藤報告では、1910 年代の正貨危機における高橋是清の経済認識について日本銀行を中心に検討する。1911(明治 44)年に高橋が日本銀行総裁に就任するや同行の政策運営は活発化した。とくに同年 7 月上旬に日本銀行から桂太郎蔵相あてに提出された第 2 号案(高橋意見書)には、金利政策に関して日露戦争以来の「変態」を改め「日本銀行は正貨準備の増減を以て利子を上下する重要な標準の一とし」と明記された。この記載は「通貨・物価論争」における貨幣数量説批判、外債発行や公定歩合引上をめぐる山本達雄蔵相との対立等々に示された高橋の経済構想とかなりの隔たりがあった。当時の国内の議論を鳥瞰しながら、高橋の現状認識と構想を検討する。

第1章 日清戦後期の経済政策構想

神山恒雄

はじめに

本報告は、日清戦後期の高橋是清の経済政策構想について外資導入論を中心に検討する。報告者はこれまで『明治経済政策史の研究』（塙書房、1995年）などで、松方財政から第一次大戦前までの財政・金融政策の展開について、経済政策の「基調」という概念を利用して検討し、客観的には日清戦争で大きく変化したものの、政策構想の面では日露戦時外債の発行を契機に大きな転換が見られたと主張した¹。明治期の財政・金融政策では、兌換制度の創設・維持をめぐる経済政策の基調に関する対立（経済規模を拡大するか、いったん縮小するか）が見られた。すなわち、物価引下による当面の貿易収支改善を目的に通貨収縮を求める「消極基調」の政策構想と、産業育成による将来の貿易収支改善を目指す立場から、生産的事業への資金供給を重視して通貨収縮に反対する「積極基調」の政策構想が存在していた。ただ、消極基調の政策は不況を招くため、実際には積極基調のもとで緊縮財政方針を取ることで、兌換制度を維持しながら財政と民間経済との調和を図ることが多かったのである。

こうした積極基調・緊縮財政は経済成長を促進していたが、松方財政が国内資金の効率的使用で対応していたのに対し、日清・日露戦後期は外資導入に依存するようになった。ただ政策構想のなかで外資導入を重視するようになったのは、日露戦時外債を発行してからだった。なぜなら入超が続くなかで積極基調を持続するには外資導入が不可欠だったが、日清戦後期には外債発行を継続的に行う客観的な基盤が成熟していなかった上に、松方正義を始め大蔵省・日銀の主流は外資導入の必要性を認めつつも、人為的外資輸入（外貨国債など政府の信用を利用した外資輸入）については、通貨膨張の弊害を懸念して外債による内債償還・鉄道国有化に反対するなど最小限に抑制していた。そのため日清戦後期には、経済政策の基調をめぐる深刻な対立は見られなかった。それに対し日露戦後期には、日露戦時外債の発行で外債発行を継続的に行う客観的な基盤が成熟するなかで、外債発行＝正貨補充により入超でも積極基調の政策を継続することが容易になる一方で、貿易赤字に加え外債利払が飛躍的に増大して金本位制維持がますます困難になったため、明治末期から外債による国際収支決済の是非を焦点として経済政策の基調をめぐる対立が激化したのである。

そして高橋についても、日清戦後期には積極基調を主張しつつも人為的外資輸入に消極的だったのに対し、日露戦後期には外債を基軸とした積極基調の政策を主張して、人為的外資輸入を積極的に推進したことを明らかにした。ただ日清戦後期の高橋については、金本位制移行や鉄道国有問題に対する意見を検討したものの²、政策構想全体の分析は不十分だった。

そもそも日清戦後期の高橋に関する先行研究は、それほど多くない。佐藤政則氏の研究

¹ 神山恒雄『明治経済政策史の研究』（塙書房、1995年）、同「財政政策と金融構造」（石井寛治ほか編『日本経済史』第2巻、東京大学出版会、2000年）など。

² 神山恒雄「日露戦時公債の発行とその影響」（東アジア近代史学会『日露戦争と東アジア世界』ゆまに書房、2008年）、同「金本位制移行と高橋是清意見書」（明治学院大学『経済研究』第140・141号、2008年）。

があるが、その対象は日本銀行副総裁就任後の国内金融政策に限定されている³。またせんだみのる氏は、『高橋是清文書』や雑誌の論説などを利用して高橋の主張を網羅的に紹介しており、外資導入については「外債警戒論者」と評価しているが、日清戦後期における高橋の外資導入論の特徴や経済政策構想の全体像は解明されていない⁴。

そこで本報告では、日清戦後期の高橋の経済政策構想について外資導入論を中心にその全体像を検討する。日清戦後期の高橋は、1895(明治28)年に日銀西部支店長から横浜正金銀行本店支配人に転任し97年に副頭取に就任したが、99年の日銀ストライキ事件で日銀に副総裁として復帰した。そして98年に正金銀行の海外支店視察と外債調査のために洋行する一方、商業会議所連合会・第三回農商工高等会議・鉄道国有調査会などで外資導入を始め経済政策に対する見解を表明していた(表1)。こうした日清戦後期の高橋の主張を分析して日露戦後期との差異を明らかにすることで、日露戦時外債を契機として高橋が人為的外資輸入に積極的になった理由を考察したい。

表1 高橋是清の経歴(日露戦争まで)

※1854年7月27日に幕府御同朋頭支配絵師川村庄右衛門の子として誕生、数日で仙台藩足軽高橋是忠の養子となる。11歳から横浜で働きながら勉学
1867年3月～68年12月 米国渡航
帰国後、開成学校・唐津藩などで英語教師、大蔵省駅通寮・文部省などで翻訳・通訳
80年頃 仲買店開業
※1881年5月 農商務省入省 調査課長・特許局長などを歴任
85年11月～86年11月 欧米出張
89年10月 非職→89年11月～90年6月 銀山開発のためにペルー渡航
※1892年5月 日本銀行建築所事務主任、93年9月 初代西部支店長
※1895年8月 横浜正金銀行本店支配人 96年3月取締役兼任 97年4月 副頭取
臨時商業会議所連合会(97年12月)・第三回農商工高等会議(98年10～11月)に参加
98年2～9月に海外支店視察・外債調査
※1899年2月 日銀「ストライキ」事件に伴い日銀副総裁に就任
鉄道国有調査会(99年2月～00年2月)で、99年3月から山本総裁に代わり主査委員
1901年頃から恐慌対策などで経済雑誌に演説・談話

出典 高橋是清『高橋是清自伝』上巻・下巻(中央公論社、1976年)、

秦郁彦『戦前期日本官僚制の制度・組織・人事』(東京大学出版会、1981年)など。

³ 佐藤政則「明治三四年前後における高橋是清の日銀金融政策」(『社会経済史学』第50巻第5号、1985年)など。

⁴ せんだみのる『国際財政金融家 高橋是清』(教育総合出版局、1998年)。

1 日清戦後期の外資導入をめぐる対立

高橋の経済政策構想を検討する前に、日清戦後期の外資導入論をめぐる対立の内容を確認しておこう⁵。

松方財政が国内資金の効率的使用で外資に依存しなかったのに対し、日清・日露戦後期には財政・金融政策において外資導入が大きな役割を果たすようになった。つまり賠償金・外債による外資導入は、経常収支が慢性的入超になるなかで金本位制の採用・維持に必要な正貨補充を可能にした上に、財政と民間経済の調和を図る手段にもなった。二度の戦争と戦後経営により財政規模が拡大しGNEにおける比重が増加するなかで、日銀の公債抵当金融により内債の市中消化を促進するという松方財政期の方式が機能しなくなったため、外債発行により民間経済を圧迫せずに公債政策を遂行したのである。

ただ日清戦後期には、大蔵省・日銀・民間経済界などにおいて外資導入論をめぐる対立が生じていた。確かに民間の生産的事業資金が不足するなかで、外資の自然流入(民間外資輸入など政府と無関係の外資輸入)を促進することには異論がなかった。その背景には、金本位制移行と外国人の内地通商を認めた改正条約の実施により、自然流入への期待が高まっていたことがあった。ただ実際には外資の自然流入がほとんど実現しなかったため、外貨国債・政府保証付社債など政府の信用を利用して外資輸入を促進する、人為的外資輸入の必要性が問題となり、それをめぐって意見が分かれていた。

日清戦争直後には、戦後経営の財源などで外貨国債を発行する予定はなかったが、内債募集難のために、既定計画の財源確保のために外貨国債の発行が必要になった。それでも、松方を始め大蔵省・日銀関係者の多くが、人為的外資輸入は過度の通貨膨張を招く恐れがあると考え、既定財政計画の財源不足補填に限定する方針を取っていたが、外債による内債償還など人為的外資輸入に積極的な勢力が登場したのである。

まず商業会議所など民間経済界では、外債による内債償還・鉄道国有論が高揚していた。すなわち、戦中・戦後の財政規模の拡大が公債公募・増税を通して民間経済を圧迫していると考え、経費節減・減税など緊縮財政に加え、外貨国債で調達した資金を利用して内債を償還するか、主要私鉄を買い上げることで、民間に資金を散布し金融逼迫を解消するように主張したのである。一方金子堅太郎・添田寿一らは、内債償還など漫然とした資金散布では、投機など不生産的に資金が浪費されるので、日本興業銀行を設立して政府保証付外債で調達した資金を、民間の生産的事業に直接供給することを主張していた。

しかし実際には、日清戦後期における3回の外貨国債発行(預金部所有の内国債に一定の相場で英貨に換算して元利償還を行うことを裏書きしてロンドンで売り出した裏書内債の海外売出を含む)は、既定計画の財源不足に限定されており、外債による内債償還・鉄道国有は実現しなかった。その発行額も、松方らが主張する限度額、つまり関税収入で元利支払が可能な2億円だった⁶。1900年に設立が決まった興銀についても、松方の銀行分業構想に基づく有価証券抵当金融機関として位置付けられており、外資導入については政府保証など特権を認められなかった。結局大蔵省・日銀では、銀行分業など国内資金の効率的使用により人為的外資輸入を最小限にする松方の方針が主流を占めており、財閥など大資本家も支持していたのである。

⁵ とくに断らない限り、前掲『明治経済政策史の研究』第3～4章、前掲「財政政策と金融構造」に依拠。

⁶ なぜなら慢性的な貿易入超のなかで、元利支払に必要な正貨を政府が確実に確保できるのは関税しかなかったが、条約改正で確保を見込んでいた1600～1700万円の関税では2億円の外債発行が限度だった。

2 高橋の構想の特徴

このような状況のなかで、日清戦後期の高橋は一貫して積極基調の政策構想を維持していたが、人為的外資輸入については最小限に限定するように主張していた。まず 1897 年 12 月の商業会議所連合会では、東京商業会議所が軍拡中心の財政膨張が経済危機を招いていると主張して、2 億円の外貨国債を募集して内債を償還するように要求していた(「財政整理意見案」)のに対して、横浜正金銀行を代表して横浜商業会議所議員として参加していた高橋は反対していた⁷。高橋は戦後経営で拡大した財政規模は過大ではなく、公債発行計画も「公債ノ償却法ハ明治六十年迄ハソックリ形勢ガ分ッテ凡ソ其見込ハ立テ居ル、(中略)日本ノ国力ニ決シテ不相当トハ思ヘナイ」と考えていた。そして、「今日ノ経済社会ノ有様」は「民間ノ人自ラ之ヲ招イテ居ルノガ多イ」、「実業者ガ自分ニ過大ノ計画ヲシテ力ニ及バヌコトヲ企テ、置イテ、当然受ク可キ厄運ニ遇フテ、サウシテ今デハ他ヲ責メル」と述べていた。つまり、経済危機は財政だけでなく、民間の過大な事業計画にも原因があると主張しており、とくに「今日ハ寧ロ虚業者ガ困ッテ実業者ガ困ラナイ」と投機の発生を問題にしていた。その上で、外債発行には「運輸交通ヲ便ニスル為ニ鉄道ヲ敷ク」など「特種ノ目的」が必要であり、「民間ニ於テ力ヲ謀ラズシテ暴進シテ力ノ及バヌ事ヲ企テ困難ヲシテ居ル、外債ヲ募ッテ雨露ノ如ク之ヲ一國人民ノ上ニ融通ヲ附ケルト云フ事」は前代未聞であるとして、外債による内債償還に強く反対したのである。ただし、「民間ノ事業ニ直接外資ノ這入ルト云フ事ハ国ノ為ニ慶事」なので、「外資ノ這入り易クナルヤウニ、妨ゲニナル法律規則」の改廃を要望していた。

また 1898 年 10～11 月の第三回農商工高等会議(農商務省の諮問機関、民間実業家を中心に経済官僚・学識経験者で構成)⁸では、「外資輸入ノ要否並其ノ方法如何」が諮問され、外貨国債による内債償還・鉄道国有や、政府保証外資導入機関(政府保証付外債で調達した資金を生産的事业に直接供給する金融機関)の設立などが議論となった⁹。ただし、既定計画の財源不足など新規財源を調達するための外貨国債は審議の対象外だった。出席した大資本家や経済官僚は、日清戦後第一次恐慌が発生して資金不足が深刻になるなかで、外資導入の必要性を認め自然流入の促進を訴えていたが、民間で高揚する外債による内債償還・鉄道国有論については、新規財源調達のための外貨国債の発行を前提に、外債による内債償還・鉄道国有論の弊害(通貨膨張・不生産的消費→物価上昇・正貨流出)を懸念して反対していた。ただ自然流入の実現に疑問を持つ添田など官僚の一部が、政府保証外資導入機関の設立を計画していた。内債償還のような漫然とした資金散布は不生産的に消費されるので、生産的事业への「局部注射」を図ったのである。しかし、阪谷芳郎・大資本家など多くの議員は無理な人為的外資輸入が弊害を招くことなどを理由に反対していた。

高橋は正金銀行の海外支店視察と外債調査からの帰国直後に、この会議の議員に就任した。そして会議では、「民間ノ事業、市町村ノ事業」に低利の外資を輸入するのは「誠ニ結構」だが、「外資ノ為メニ生産物ガ余計出来テ、ソレダケ外国カラ余計金ヲ取ッテ、其金デ

⁷ とくに断らない限り、竜門社編『渋沢栄一伝記資料』第 22 卷(渋沢栄一伝記資料刊行会、1958 年)に依拠。

⁸ 農商工高等会議については、浅井良夫「日清戦後の外資導入と日本興業銀行」(『社会経済史学』第 50 卷第 6 号、1985 年)、原田三喜雄『近代日本と経済発展政策』(東洋経済新報社、2000 年)第 1 章などを参照。

⁹ とくに断らない限り、審議の経過は農商工高等会議『第三回農商工高等会議議事速記録』(原書房、1991 年)に依拠。

元利ヲ払フト云フコトデナクレバ害ガアル」と主張し、具体的には私鉄社債や築港・水道市債などを想定していた。そして、「自然ノ勢ニ任シテ金ガ這入ルト云フ、外資ノ這入ッテ来ルコトヲ、妨ゲルモノヲ除クト云フコトハ至極宜シウゴザイマス」と述べ、株式取引所改革と鉄道抵当に関する法律の整備を建議したのである。

しかし、「政府ノカヲ貸シテ、信用ヲ貸シテ民間ノ事業者ニ外債ヲ起コスコト」に反対していた。確かに「今日海外ニハ日本ノ経済社会ノコトハ知ラレテ居ラス、日本政府ノ公債ガ少シク知ラレテ居ル位」で、鉄道・汽船会社など「公衆一般ハ知ラヌト云ッテ宜イ」、外資は「皆公衆ノ貯蓄シタ金ヲ取ッテ来ルノデアリマスカラ、其公衆ガ日本ノ経済社会ノコトヲ知ラナケレバ、ドウシテモ外資ヲ募集スルコトハ、民間デハ六ヶシイ」であろう。とは言え「政府ノ信用ヲ貸シテ之ヲ手伝ッタ日ニハ、実ニ二十八番議員【大倉喜八郎(引用者注、以下同じ)】ノ慨嘆サレタヤウナ結果【不生産的に使用して輸入が大幅に増加】ニモ至ラウ」と考えていた。

とくに政府保証外資輸入機関については、日本の工業者が「商業ヲモ兼ネテ居ル」ので、「皆不確実」であるということの問題にしていた。つまり「機械的工業 - 一時ニ多クノ物ヲ造ルト云フ工場的工業ガ、吾国ニ始ッテ以来歳尚ホ浅イ、無経験ノ所カラ、自カラ分業ニナラズシテ、工業主ガ商売ヲスル」ので、「ドレガ確實デアルト云フコトヲ認定スルコトハ難イ、サウ云フモノニ政府ガ外資ニ依リ局部注射ヲ行ッタナラバ、吾国ノ工業ハ外国ノ如ク、安全ノ地位ニ達スルコトハ難イ」と考えていた。また外債による内債償還に対しては、「外国市場ノ有様ヲ斟酌」しなければならず、「ナカリ容易ナコトデハナイ」し、政府も財源確保のための外債募集後でなければ、「外国資金ヲ以テ民間ノ資金ヲ潤ス情態ニハナルマイ」と述べていた。

一方鉄道国有問題については、第二次山県内閣が設置した鉄道国有調査会で 1899 年 2 月～1900 年 2 月に具体策(2 億円の外貨国債か交付公債を發行)を審議した¹⁰。高橋も日本銀行副総裁に就任した直後の 99 年 3 月 4 日に、山本総裁の代わりに、財源と経済界への影響を検討する第三分科主査委員に就任し、4 月と 12 月に意見書を提出した¹¹。

高橋は鉄道国有の意義を認めていたが¹²、外債を發行して買収資金を調達する案については、1897・99 年發行の外貨国債に鉄道買収外債が加わると、外貨国債残高が 3 億 5000 万円となり、利子支払に必要な正貨を貿易出超で確保するのは困難と判断していた。また外資輸入は、a「事業資金ノ欠乏スルニ当リ之ヲ外国ニ仰ク」と b「公債ノ償還・既成事業ノ買収等ニ供スル為一時ニ巨額ノ外資ヲ輸入シ之ヲ市場ニ放下スル」とで利害が分かれると考えていた。つまり a は、「事業ノ進行ニ從ヒ徐々ニ放下シ来ルヲ以テ、経済社会ニ対シ決シテ急激ノ変状ヲ及ホスノ患アルコトナク」として奨励していた。しかし、b に該当する鉄道国有化は「二億円ノ浮動資金」が生じて「忽チ事業熱ヲ喚起シテ投機ノ流行トナリ、物価ノ騰貴トナリ、民間一般奢侈ノ風ヲ為シ、其結果ハ輸出入ノ逆衡トナリ」、外債元利支払に加え貿易でも正貨が流出することとなり、外債による内債償還と同じ弊害が生じると主張したのである。

¹⁰ 松下孝昭『近代日本の鉄道政策』（日本経済評論社、2004 年）第 3 章などを参照。

¹¹ 国立公文書館所蔵『公文雑纂』第 526 冊 3（1900 年 2 月）、前掲「日露戦時公債の發行とその影響」。引用は前者。

¹² 高橋は「主義ニ於テハ鉄道国有政策ノ自由放任政策ニ勝ルコト勿論」であるが、実行の是非は「其国経済上ノ実情ニ鑑ミ以テ其取舍ヲ決セサルヘカラス」と主張していた。

一方交付公債方式にも、反対していた。「内国人ノ蓄財力」、すなわち日本国内の「公債吸収力ハ尚ホ未タ他ノ各国ニ及ハサルコト遠シ」とした上で、「今後公債ノ発行スル毎ニ必ス多少ノ価格ヲ下落スヘク、其発行額愈々多ケレハ其下落益々甚シカラシ、而シテ公債ハ金利ノ標準ナルカ故ニ、公債ノ下落ハ直ニ金利ノ騰貴トナリ、商工業ノ萎縮トナリ、終ニハ外国貿易ノ逆況ヲ招クニ至ルヘシ」と主張していた¹³。また「公債吸収力」がなければ、交付した公債が「自然外国ニ流出」するという説に対しては、「外人ノ所有スルモノ極メテ少カルヘク」と予想していた。つまり鉄道国有化は、「国民カ蓄財力ニ富ミ、公債ヲ以テ最モ安全ナル投資事業」となるまで、実行できないと考えていたのである。

このように、高橋は松方らと同様に人為的外資輸入を最小限にする方針を主張していた。既定計画の財源確保のための外貨国債については、発行を前提としてその是非には言及していないが、1897年の商業会議所連合会で公債発行計画は適切であるとして削減を要求していないことから、反対ではなかったと思われる。しかし、外債による内債償還・鉄道国有論については、その弊害(通貨を膨張させて投機が発生し物価上昇・輸入超過を招く)を懸念していた。日清戦後第一次恐慌の原因が、日清戦争賠償金の取寄せに伴い過大な投機的民間事業が発生したことにあると考えていたからである。また政府保証外資導入機関に対しては、日本の現状は手工業中心で機械制大工業が未発展なため、外資の「局部注射」の効果を疑問視していたのである。

一方、外資の自然流入の促進には熱心だった。1897年の金本位制移行に賛成した際にも、その理由として外資の自然流入の停滞を打開して民間産業の資金を調達することをあげていた¹⁴。確かに高橋は、自然流入は困難であると考えていたが、金本位制移行や改正条約施行に伴う内地通商解禁を前提として、制度整備により障害を排除すれば自然流入の拡大が可能と判断しており、とくに私鉄社債や水道・築港のような大都市市営事業により社会資本の整備を進めることに期待していたのである。

しかし、1902～03年になると私鉄社債や地方外債に対する高橋の意見に変化が見られた。まず鉄道への外資利用に消極的になった。外債で行う事業は元利支払いに必要な正貨の確保に役立つものに限定すべきだが、日本の鉄道は米国と異なり「之れに由て新に物産を起すこと比較的少なく寧ろ旅客の便を為すに止まるもの多し」と考えるようになったからである¹⁵。とくに、ベアリング商会との政府保証付興業債券発行交渉(年利 5.5%、5000万円)に反発していた。ベアリング商会は私鉄社債の引受に意欲的だったが、担保付社債発行に必要な日本の法整備が遅れて実現しなかったため、興銀経由の私鉄投資を模索して政府保証付興業債券の発行を要求していたのである¹⁶。

一方地方外債については、従来は自然流入と判断して積極的だったが、外貨国債と同様に人為的外資輸入に含めて警戒するようになっていた。実は 1899～1902 年に大阪・横浜・神戸の 3 件の市債が実現したものの年利 6%という高利だったため、1902 年 7 月か

¹³ 主査委員会から意見を求められた松尾臣善大蔵省理財局長も、交付公債方式は「株券ヲ変シテ公債証書ニ為スモノ」であるが、経済状況によっては公債価格下落・金利上昇を招く可能性があるとして指摘した上で、「今日ノ場合ニアリテハ、経済上并ニ財政上安全ノ方法ニアラスト認ム」と主張していた(前掲『公文雑纂』526冊3)。

¹⁴ 前掲「金本位制移行と高橋是清意見書」。

¹⁵ 高橋是清「産業的国是」(『東洋経済新報』第242号、1902年9月5日)。

¹⁶ 前掲『明治経済政策史の研究』198頁、高橋是清「外債ニ対スル注意」1903年3月(国会図書館憲政資料室所蔵『井上馨関係文書』686-1)。

ら大蔵省・内務省が外貨国債価格への悪影響を懸念して地方外債統制を開始した¹⁷。こうした状況のなかで、高橋は「所謂周旋者ノ中ニハ(中略)国力不相応ノ募債ヲ成立セシメテ一時ノ利益ヲ貪リ債権者ノ損失・債務者ノ困弊ヲ心ニ介セザルモノアリ」と、手数料を求めて仲介する海外金融機関の行動により「南米諸国」のような困難に陥ることを懸念しており、外貨国債・地方外債は外国の債権者が「債務国ノ盛衰如何ニ拘ラス償還ノ保証ヲ有スル」ので慎重に対応するように警告したのである¹⁸。日清戦後期には外債を継続的に発行する客観的な基盤がなく、外貨国債の発行交渉すら難航するなかで、発行条件が悪い外債の累積を警戒していたのであろう。このように、実際に成立した地方外債が高利であり、私鉄社債の代わりに政府保証付興業債券の交渉が行われるなど、自然流入が期待したように進展しないなかで、高橋は私鉄社債・地方外債にも消極的になり、後述のように築港に限定した外貨国債の発行を主張するようになった。

ところで、人為的外資輸入を最小限にするなど日清戦後期の高橋の政策構想の背景には、外資導入の困難に加え、投機の流行・機械制大工業の未発展・公債吸収力の不足など当時の日本経済が未成熟であるという高橋自身の認識があった。とくに 1902 年には、日本の国是として、「世界的工業国」を目指すよりも、フランスを模範にして国際的物資集散地や観光を重視することで、貿易外經常収支の好転による正貨流入を図る構想を経済雑誌に発表していた¹⁹。そのなかで高橋は、「若し低利の外国資本輸入せられなば我国は忽ち有望なる工業国と化して以て富を世界に分捕ること容易なり」という説があるが、「我国の興業は寧ろ手工に属するものは古来より甚だ多くして大資本を用ゐ文明の利器を応用すべき性質の興業少なし。」と主張していた。外資導入は元利支払いに必要な正貨の確保に役立つものに限定する必要があるので、物資集散・観光の拠点として「最も重要なる港湾二三を撰定して外債を起し国費を以て速かに之が築港を完成」することを提案したのである。

こうした日本経済が未成熟だという認識は、高橋の国内金融政策にも影響を与えていた。高橋は人為的外資輸入積極論に対抗するためにも、国内資金の効率的使用を促進するための改革を主張していた。高橋は戦後恐慌の原因として民間の過大な事業計画、とくに投機の発生を問題視しており、「真ノ実業者真ノ商売人」の将来の困難に備えるために、「日本銀行ノ貸出シノコトヲ改メテ有価証券ノ担保見返り品ト云フモノニ重キヲ置カナイデ寧ロ商品ニ重キヲ置イテ貰ヒタイ」と述べていた²⁰。また国内金利の低下を図る対策として、一部払込株式を抵当とする民間銀行貸付の制限や株式取引所改革により投機を防止することを主張していたが、それは人為的外資輸入の弊害の抑制や外資の自然流入を促進すると考えていた。実は高橋は最近外国で事業熱過熱による恐慌が稀になったのは、「彼国の経済社会が段々経験に経験を重ねて金融機関が十分取締をして居る」からであると述べており、経済発展に伴い経験を重ねれば投機が抑制されると考えていたのである²¹。

¹⁷ 前掲『明治経済政策史の研究』197 頁。

¹⁸ 前掲「外債ニ対スル注意」。

¹⁹ 前掲「産業的国是」、高橋是清「東洋の巴里としての日本」（『経済評論』第 2 巻第 6 号、1902 年 5 月）。引用は前者。

²⁰ 前掲『渋沢栄一伝記資料』第 22 巻。

²¹ 「東京組合銀行請待会に於ける高橋是清氏の演説(十月廿七日上野精養軒に於て)」(『銀行通信録』第 157 号、1898 年 12 月)。

3 日露戦後期との比較

日清戦後期の高橋は常に積極基調の政策構想を維持しながら、人為的外資輸入を最小限にする方針を主張していたが、その背景には、外債を継続的に発行する客観的な基盤がないため悪条件の外債が累積することを警戒していた上に、投機の流行・機械制大工業未発展など日本経済が未成熟であると認識していたことがあった。

それに対し日露戦後期の高橋は、外債を基軸とした積極基調の政策を主張して人為的外資輸入を積極的に推進した。官営鉄道など政府の生産的事業の財源調達に加え、外債による内債償還や興銀を利用して政府保証付社債の発行を実現したのである。それには、日露戦時外債の発行により外債の継続的発行が可能になったことに加え、「外資ノ輸入等ニ伴フテ事業発展」するなかで日本経済への高橋の認識が変化したことがあった。1912年の意見書「日本銀行の正貨準備について」のなかで、高橋は「近来現ニ実行セル諸会社銀行ノ払込額ニツキテ之ヲ見ルモ、甚シク多額ニ上ルモノトスルコト能ハザルノミナラズ、其ノ各個ノ内容ニツキテ之ヲ見ルモ、資本浪費ト認ムベキモノ多シトイフコト能ハザルナリ」と実業家が事業計画に慎重になっていると判断する一方、「我国ノ工業ハ今ヤ漸ク手工業ヨリ機械工業ニ推移セントスル過渡期ニアルモノト謂フベシ」と、機械制大工業の発展を認めるようになったのである²²。

このように日露戦争を画期として高橋の経済政策構想における外資導入の位置付けは大きく変化した、それは外資導入で成長する日本経済に対する高橋の認識の変化に基づくものだったのである。

²² 前掲『明治経済政策史の研究』第5章、高橋是清「日本銀行の正貨準備について」1912年(原敬文書研究会編『原敬関係文書』第9巻、日本放送出版協会、1988年)。引用は後者。

第2章 国際金融・資本市場と日本の外資導入論

岸田 真

はじめに

明治維新以後、日本が近代国家としての自立と経済発展、そして列強の一角としての地位を希求した19世紀後半の世界経済は、国際金本位制が成立し、パクス・ブリタニカのもとロンドン市場を中心とする国際金融システムが形成された時代であった。1897年の金本位制移行と1902年の日英同盟の締結は、日本が国際金融システムに編入されたことを意味した。それを象徴するのが1904年-05年の日露戦争における巨額の外債の発行であり、以後日本は、欧米市場からの外資導入を継続的におこない、国内の経済発展と軍備拡張を進めていくことになる。

日露戦後経営期における日本の財政・金融政策についてはすでに数多くの研究業績があり、国際金融との関係においては、「在外正貨」制度の重要性が指摘されている

¹。政府は「戦後経営」による経済発展を追及する反面、経常収支の悪化による正貨流出はたびたび兌換制度の維持を脅かし、緊縮的な政策の実施を余儀なくされた。このとき、日本は正貨準備の一部を海外（主にロンドン）において保管し、経常収支悪化による正貨流出を、外債発行を通じて獲得した正貨をもって補填することで、入超下での内外不均衡の調整をしたことが明らかにされている。神山恒雄は、日露戦後の経済政策が「積極財政・積極正貨政策」→「緊縮財政・積極正貨政策」→「緊縮財政・緊縮正貨」政策へと転換していったことを明らかにし、外債発行による正貨補充の可能性が、こうした政策展開に深く関わったことを論じている²。

一方、日本政府によるロンドン市場における外債発行交渉の経緯については、鈴木俊夫によるイギリス銀行史からの実証研究が明らかにしているが、外債の発行条件は額面利子率と発行価格から構成され、そこから算出される利回りが、最も重要な要素であることは現在においても変わらない。日本の外債の市場での利回りは市場における長期金利水準に、カントリーリスクに対応した「リスク・プレミアム」が加えられたものと定義できる。そして新たな外債を発行する場合の発行条件はすでに発行された外債の市場での価格、利回りがベンチマークとなる。それでは、日露戦後の財政・金融政策の展開と、ロンドン市場における対外信用はどのように関連づけられるのであろうか。

本稿では、従来の研究では十分に検討されていなかったリスク・プレミアムに注目して、日露戦後から第一次大戦期前の英国市場における日本政府外債の市場での利回りについて検討する。そして、英国市場において日本の財政・金融政策がどのように評価され、公債価格とどのような関連を持っていたかについて、当時の市場における重要な情報源の一つであったエコノミスト（*The Economist*）誌の記述から明らかにし、日本の財政・金融政策と対外信用の関連性について検討を行いたい。

I. ロンドン市場における日本公債の市場価格とリスク・プレミアム

まず、ロンドン金融市場における日本政府外債の市場価格とリスク・プレミアムの動向に

¹ 代表的なものとして中村隆英（1985）、伊藤正直（1987）。

² 神山恒雄（1994）。

について、エコノミスト誌の市況欄に掲載された市場取引価格のデータから検討を行う。日露戦後、ロンドン市場においては日露戦時公債を含めて8つの日本政府公債（内債の裏書き発行を含む）が流通取引されていたが、本稿では、償還期限が55年という超長期債であり、エコノミスト誌においても日本物の代表として取り上げられている第1回四分利付英貨公債（1899年発行、額面利率4%）を指標としてとりあげる。一方、リスク・プレミアムを測る対象は、額面利率2.5%イギリスのコンソル債を用いる。利回りについては、外債発行交渉においては償還利回りが用いられるのが一般的であるが、比較対象となるコンソル債は無期限であり償還利回りを定義できないこと、また、第1回4分利英貨債は償還期限が長い債券であることから、本稿では直接利回りを採用した。

図1は、両国債の市場価格をグラフにしたもので、それを利回りに換算したものが図2である。日本外債の市場利回りは、日露戦争の勝利によって低下し、1905年末には4%台前半まで下落するが、1906年から上昇し始め、1908年4月には利回りは5%付近まで上昇する。その後1908年後半より利回りは大きく下降し、1910年には再び4%台前半の低位で安定するが、1911年以降緩やかに上昇し、1913年末には再び5%水準へ達している。一方英国コンソル債の利回りは、1908年前半の一時期を除いて、一貫して緩やかな上昇傾向を示しており、イギリスの債券市場が期間を通じて徐々にタイトになっていたと判断できる。

次に図3より日本外債とコンソル債との利回りのスプレッドをみると、1905年初頭には2%を超えていたロンドン市場における日本国債のリスク・プレミアムは、1906年には1.5%まで改善するが、1907年に入ると再び拡大し、1908年春にはふたたび2%まで達する。その後プレミアムは急激に縮小し、1910年には1%台にまで下がり安定し、1912年頃から再び上昇傾向を示し13年には1.5%程度へといたる。

以上から、日露戦後におけるロンドン市場における日本国債の市場価格・リスク・プレミアムは、両者とも1908年をピークとする上昇、その後下降、そして1912年頃からのゆるやかな再上昇、という3つの局面に分けることができる。次に、こうした変化をもたらした要因について、エコノミスト誌の記述から市場の評価をみるとともに、政府の経済政策との関連を中心に検討する。

II. 日露戦後経営と1907年恐慌の影響

1. 日露戦後の財政運営と財政拡大への懸念

日露戦後のロンドン市場の日本への関心は、巨額の外債発行を行った政府の財政政策、とりわけ公債政策にあった。1906年度予算の概要が明らかとなった1906年1月のエコノミストの記事³では、臨時軍事費会計を含め総額10億円を超える予算の内容と歳入の見込みについて紹介するとともに、戦費を除く歳出規模が日露戦前と比較して1700万ポンド増加した点を指摘し、この支出が恒久化することを問題視している。また、日露戦争によって生じた20億円を超える公債残高について、「日本の財政当局者は、国家の存続のために生じた巨額の負債を流動化するために最大限の注意を払わなければならない」と述べ、ロンドンより帰国する高橋是清が、政府が新たに国債償還のための部局を設立し、毎年1500万円を償還資金に充てる計画を表明したことを取り上げ、その実現を注意深く見守る

³ “Japan and her war indebtness”, *The Economist*, January 27, 1906.

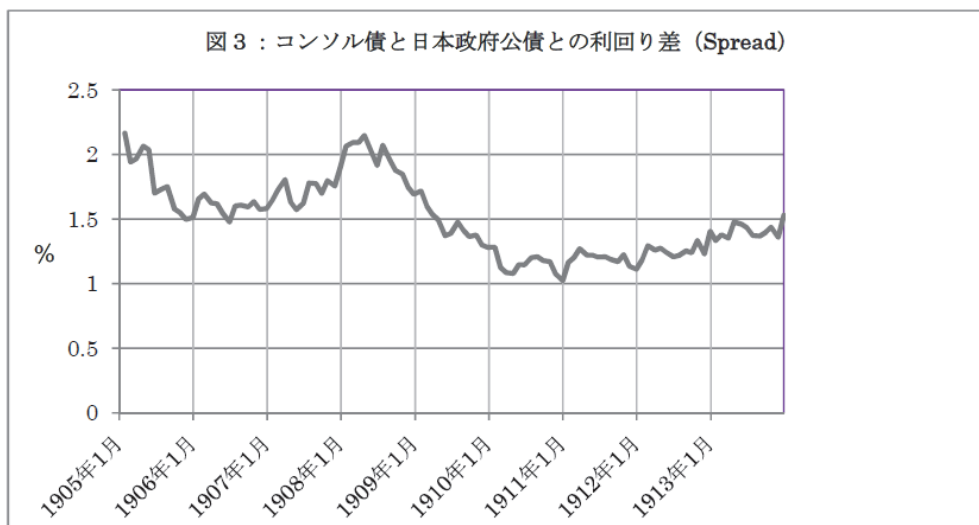
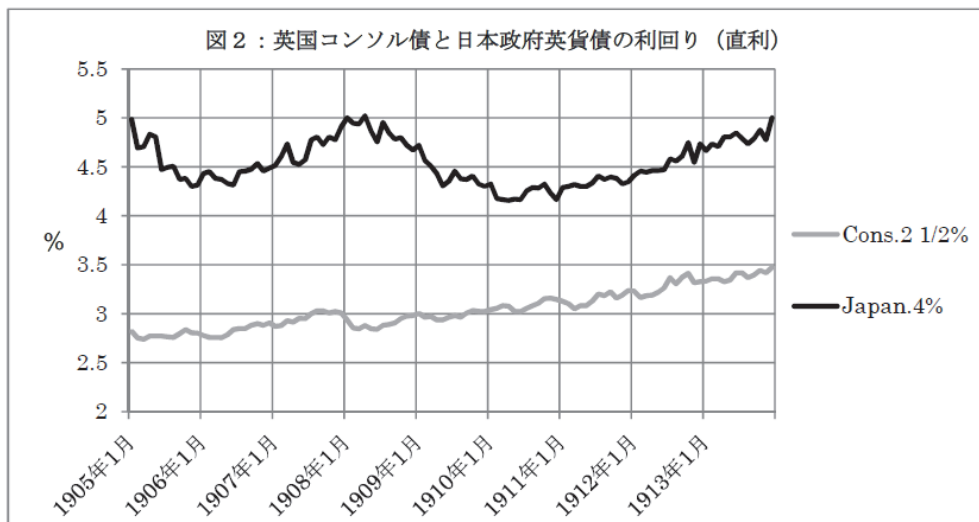
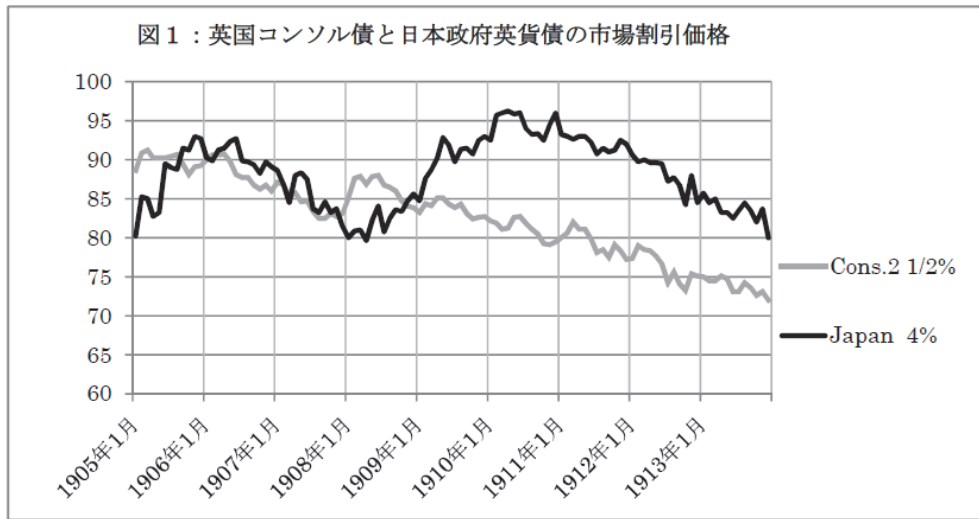


図1～3 出典：The Economist 毎号記載のデータをもとに作成。

必要があると結んでいる。

6月に大蔵省より“Financial and Economic Annual of Japan for 1905”（財政経済年報）が公表されると、エコノミスト誌はその内容について詳しく論じている⁴。ここでも同様に日本の公債残高の増加が指摘されるとともに、3月に成立した国債整理基金特別会計法の内容を詳述している。この記事では、1906年度予算が減債基金への支出のみならず、将来の産業・商業の発展への投資を同時に行っていることを称賛しており、「このことは日本の将来の繁栄について金融的利害を持つものを満足させるものである」と述べている。

日露戦争直後の日本の財政政策・公債政策についての論評は、国債整理基金の設置などによって投資家の懸念を払拭し、将来の経済発展を促すものとして好意的に評価されていた。図3からも、カントリーリスクを示すコンソリド債との利回り格差は1.5%を超える水準で安定しており、こうした市場の見方を反映していたと考えられる。

しかし、1907年に入り、政府の1907年度予算の概要が明らかになると、エコノミスト誌の論調は次第に批判的になっていった。1907年度予算は、積極的な戦後経営方針と陸海軍の軍備拡張などにより、一般会計歳出は前年度を1億円以上上回る6億3000万円として成立した。この予算案の概要を最初に報じた2月のエコノミストの記事⁵は、日本の予算額が前年度を1166万ポンド上回る見込みであると伝えた上で、東京より打電された好意的な考察として、日本の潜在的経済力、関税改正と貿易収支改善への期待、産業界の活況などの事実をあげ、「日清戦後の日本経済の驚くべき変化と商業・産業の発展の能力から判断すれば、悲観的な結論に達するのは早計である」との見解を示している。

1907年度予算の確定値が掲載された“Finance and Economic Annual”について考察した7月の記事⁶では、歳出増加のほとんどが陸海軍費の拡大にあてられ、さらに、恩給・年金など公債以外にも戦後経費が今後も継続することを指摘し、こうした歳出の増加は日本の産業発展の深刻な障害となるであろうと述べ、政府が財政緊縮に取り組む必要性を主張した。さらにこの記事では日本の公債残高の増加にも触れており、この1年間に公債残高は1150万ポンド増加し、国民一人当たりの負担額が45円に達していることも指摘している。こうした日本の財政に対する批判的・悲観的な見解は、ほぼ同時期に行われた南満州鉄道の英貨債（400万ポンド、利率5%）発行によってさらに強いものとなった。満鉄債の募集が公示された7月20日の記事⁷は、日露戦後のこれまでの外債発行が内外債の借換えが目的であったのに対し、満鉄外債が新たな事業目的のために発行される外債であり、ヨーロッパ金融市場が困難に直面している中、借換え債発行の直後に新規債を発行したのは「批判されるべき十分な根拠がある」と指摘している。また、日本がすでに多額の公債残高を抱え、増大する支出を戦時課税によって賄っている現状を伝え、日本は「ヨーロッパでの対外信用を高めるため、公債増加を抑制する勇気が求められている」と結論づけている。

このように、1907年度予算が大幅な拡張予算となったことと、満鉄外債という新たな外債が発行されたことにより、エコノミスト誌の日本の対外信用への見解は懐疑的かつ批判的なものへと変わっていく。このことは、日本のリスク・プレミアムが上昇基調にあるこ

⁴“The finance of Japan”, *The Economist*, July 7, 1906.

⁵ The financial outlook of Japan, *The Economist*, February 23, 1907.

⁶ “The finances of Japan”, *The Economist*, July 13, 1907.

⁷ “Japan as borrower”, *The Economist*, July 20, 1907.

とからも読み取ることができる。エコノミスト誌は財政支出の拡大、とりわけ軍事費の拡大に批判的であり、日本の租税負担率が主要国の中で最も高い水準にあり、日本の国民所得の多くが非生産的な目的に使われ、国際競争力の阻害要因となっていることを問題視した⁸。

2. 1907 年恐慌と公債価格の下落

こうした状況に追い打ちをかけたのが、1907 年恐慌の深刻化であった。1907 年 10 月のアメリカ株式市場の暴落を契機とする世界的な恐慌の発生は、日露戦後好況の反動とも相まって日本経済に深刻な打撃を与えた。エコノミスト誌では、この時期に東京特派員からの記事が高頻度に掲載されており、日本の財政・経済問題への関心の高さを示している。11 月 29 日付の東京特派員記事⁹（12 月 21 日掲載）には、1907 年に入ってから、銀価格下落による中国向け綿糸輸出の停滞、アメリカの証券市場暴落後の経済不振による銅・生糸輸出の減少による貿易の停滞が発生していることを伝え、「政府は増税の実施か、陸海軍費の削減のいずれかを行わなければならない困難な状況に直面」しており、世論や財界も軍事費削減を求めていると報じている。

2 週間後の 12 月 13 日付東京特派員からの記事¹⁰（1908 年 1 月 11 日掲載）では、緊縮財政を求める井上馨・松方正義ら元老との会談により、西園寺内閣が軍事費の縮小と増税を実施する方針に転換したことを報じている。この中で、軍は 4000 万円の軍事費削減に同意したがそれは不十分であり、酒税・煙草税・砂糖消費税などの増税は、すでに限界まで課税されている世論や議会の強い批判を受けるであろうと論評している。翌週のエコノミスト誌は、冒頭の記事¹¹で「日本で財政緊縮の必要性が認められつつあるのは喜ばしいことである」「(1908 年度の) 予算において、増税を行わずに公債削減のための財政余剰を計上することができれば、日本の信用低下はすぐに止まるだろう」と述べ、政府の緊縮政策への転換が市場における信用回復にとって不可欠であることを指摘した。

しかし、既定の方針に反し、山県伊三郎逓信大臣が鉄道事業十二カ年計画に基づく新計画分として 1 億 3400 万円の予算追加を要求し、これに反対する阪谷芳郎蔵相との対立が表面化した。阪谷は予算追加を一度は認めたものの、元老の強い反対に直面したため予算案の作成は困難となり、1908 年 1 月に阪谷・山県両大臣が辞表を提出した。さらに西園寺首相と他の閣僚も辞表を提出したため政権崩壊の危機へと発展したが、伊藤博文ら元老の意向によって内閣総辞職は回避され、阪谷蔵相・山県逓相の辞任という決着をみた。1 月 31 日付（2 月 22 日掲載）のエコノミスト東京特派員からの記事¹²は、上記の経緯を伝え、予算案をめぐる政局について次のように論じている。

大蔵大臣が予算編成の困難を克服することができないことは明らかであった。軍部は（軍事費削減によって）熱望していた拡張計画の一部を放棄しなければならないことに苛立つ一方、行政当局は削減された軍事費を戦争のために遅延していた公共事業

⁸ “Taxation in Japan”, *The Economist*, November 23, 1907.

⁹ “The financial situation in Japan (from Tokyo Correspondent)” *The Economist*, December 21, 1907.

¹⁰ “Japan’s finances – expenditure and retrenchment (from our correspondent), *The Economist*, January 11, 1908.

¹¹ “Money Market”, *The Economist*, January 18, 1908.

¹² “Japan’s financial difficulties”, *The Economist*, February 22, 1908.

のために充当することを要求した。総選挙を直前に控える政府の多数派は、さらなる増税を含む予算案に向かい合おうとはしなかった。日本の軍部が軍備のさらなる増加のために国家信用を担保に入れることが許されている限り、大蔵大臣が国家の信用を維持することはさらに困難となっている。

このように、エコノミスト誌においては、日本の財政政策運営が行き詰っていることを示すとともに、軍事費の拡大継続を強く批判した。

紛糾を重ねた 1908 年予算案は、一般会計歳出が最終的に 6 億 2700 万円と前年度とほぼ同水準となったが、軍部・政友会の要求を受け入れた結果軍事費および事業費の繰り延べは最小限にとどまり、不足する財源調達のために酒税・砂糖消費税の増徴と石油消費税の新設が決定された。3 月 6 日付の東京特派員記事¹³では、野党や世論の強い反対を押し切って議会において増税法案が可決しつつあることを報じ、「経済的状况から緊縮が必須であるにもかかわらず、政府は軍部に従属していることを自ら示し、衆参両院の多数によって自らの計画を実行した。両院においても、また院外においても怒声と不満が聞こえている」と述べ、政府の対応を厳しく批判した。また、この記事では 1 月の貿易収支赤字が 2400 万円に達したことを伝え、この状況は危機的とまではいわないが非常に深刻な状況にあると指摘した。

以上のように、1907 年恐慌による日本国内の不況、国際収支の悪化という局面において、政府が十分な緊縮政策を実行せず増税を伴う積極政策を維持したことは、ロンドン市場において批判的かつ悲観的に伝えられた。この時期イギリス経済も恐慌の最中にあり、イングランド銀行は公定歩合を 2.5% まで引き下げて金融緩和を行い、英国コンソル債の利回りも低下傾向にあったが、日本政府公債の価格は低落し、コンソル債とのスプレッドは日露戦時期と並ぶ 2% 台まで拡大した。4 月 4 日のエコノミスト誌の記事¹⁴では、日本とロシアの公債の利回りが逆転したことを報じている。日本の公債利回りが敗戦国ロシアを下回ったことは、日本の政府にも強い衝撃を与えた。4 月 13 日付東京特派員記事（5 月 2 日掲載）¹⁵では、日本の不況が深刻化している状況を伝えるとともに、政府がすでに複数の内外債発行を計画しているが、このような大量の公債発行は公債の市場価格を下落させ、日本にとって重荷となるであろうと述べ、「30 年間で政府債務を完済するという計画は、見込みのない願望のままである」と結んでいる。

Ⅲ. 緊縮財政への転換と「外資導入時代」

1. 桂内閣の成立と市場価格の回復

1908 年 5 月に行われた衆議院総選挙において、積極政策の推進をかかげる政友会は単独過半数を獲得する勝利を収めたが、西園寺内閣は財政政策をめぐる行き詰まった。1908 年度予算は、不況の深刻化によって年度当初より修正が検討され、公債発行を前提とする予算項目については公債発行の見込みが立つまでその配分を制限すること、前年度において繰越が決定していた事業費 1700 万円をさらに 09 年度まで繰り延べとすること、さらに明治 42（1909）年度予算についても正貨流出を防ぐために緊縮を徹底することを閣議決

¹³ “The anxious situation in Japan”(from our correspondent), *The Economist*, March 28, 1908.

¹⁴ “Russian bonds and Japanese” *The Economist*, April 4, 1908.

¹⁵ “Trade and Finance in Japan” (From our own correspondent), *The Economist*, May 2, 1908.

定した¹⁶。しかし、桂太郎ら官僚閥、緊縮財政への転換を望む財界らの倒閣運動によって西園寺内閣は7月に総辞職し、第2次桂太郎内閣が成立した。

桂内閣は、桂首相が自ら蔵相を兼任し、8月には①既定の事業計画の縮小と継続費の繰延べ、②公債財源による支出停止と普通財源への移行、③各年度歳入の自然増加の財政計画からの控除、④明治42年度以降、毎年度最低5000万円の公債償還の実施、⑤鉄道経営の独立と特別会計への移行、からなる根本方針を発表した¹⁷。この基本方針にもとづき、前内閣時に決定していた1908年度予算の繰延額2800万円に加えて陸海軍経費539万円の繰延べを実施するとともに、明治42年度予算計画においては、軍を含む各省庁の経費節減535万円、事業の繰延べ1億6800万円の実施を決め、帝国鉄道会計の独立、行政整理の実施などを実施するとした。

桂内閣の成立と緊縮政策方針について、9月5日付エコノミスト誌の記事¹⁸は次のように論じている。過去半年間の経済状況は日本の財界にとって憂鬱なものとなり、数多くの銀行や企業が倒産し、街には失業者や貧困者があふれた。消費が減少しており、新税・増税の実施にもかかわらず税収は減少している。しかし日本の軍事費支出は増加し続けており、公債の利払い費も政府支出の増加の要因となっている。桂首相は軍事費の削減を発表し、さらに公債からの支出の廃止を発表したが、この声明が日本への投資に与える影響は大きい。しかし、日本の信用が大きく回復するためには、現内閣がこの計画を実行するだけの権力と能力を持っていることが示されなければならない。

さらに、10月31日付記事¹⁹では、日本の経済状況が徐々に回復傾向にあることを示した上で「大きな問題は来年度の予算編成であるが、政府が大きな過ちを犯さなければ、状況は急激に改善するだろう」と述べ、桂内閣の緊縮政策の実行に期待を示した。

1909（明治42）年度の予算案は、桂内閣が示した方針が貫徹され、歳出額は前年度を1億円以上下回る5億1300万円の当初予算として成立した。この内容が記された“Financial Annual”に対するエコノミスト誌の論評は、1908年後半、政府が公債償還計画を発表したことが内外市場に好印象を与え価格上昇の要因となっており、政府が勇気をもって緊縮方針を維持したことによって日本の財政再建の最難関は突破されたと評価し、世界が恐慌から脱出すれば日本経済も回復するであろうと述べている。

以上のように、桂内閣の成立と非募債・緊縮財政への転換はロンドン市場において高く評価され、それに対応して市場における日本の政府公債の価格も急速に回復した。日本公債の市場利回りは1909年には4%台前半まで下落し、日英公債間のリスク・プレミアムも1%台前半まで縮小した。日本の外債発行にも関与したロスチャイルド卿は、近年における日本の公債相場の上昇の理由について「日本政府による健全な財政緊縮と公債返済によるもの」と述べている²⁰。そして、この金利低下を背景に、日本の外債発行・外資導入が急速に拡大することとなった。

¹⁶ 「明治四十一年度予算施行並ニ四十二年度以降財政経画ニ関スル閣議案」明治41年4月4日、財務省『水町家文書』第1冊（国立公文書館所蔵）。

¹⁷ 大蔵省『明治大正財政史』第1巻、274-275頁。

¹⁸ “Japan’s example to Europe”, *The Economist*, September 5, 1908.

¹⁹ “The Money Market”, *The Economist*, October 31, 1908.

²⁰ “Lord Rothschild’s reasoning” *The Economist*, December 4, 1909.

2. 「金利革命」と外資導入時代の到来

対外信用の回復と利回りの低位安定は、積極的な外資導入時代の幕開けを告げ、さらに、「金利革命」とよばれる国内の金融緩和の時代をもたらした。1908年12月には日本興業銀行による興業債券（2000万円、利率5%、償還期限25年）・南満州鉄道社債（2000万円、利率5%、償還期限24年）の発行が成功し、翌年には名古屋市、横浜市などによる地方外債の発行が集中したほか、民間企業における外資導入も相次いだ。さらに、内外金利差から政府内債の海外流出も発生し、1909年における官民の外資導入額はおよそ1億円に達した²¹。また、政府が新規公債発行の抑制と、公債償還を行ったことで国内金融も緩和し、09年なかばにはコールレートが日歩1銭付近まで下落し、日本銀行はそれに追随する形で段階的に公定歩合を引き下げていった。

内外金利の低下を受け、政府は据置期間を経過した五分利付内国債5億9500万円の四分利債への借り換えに着手した²²。借り換え対象となった五分利内国債のうち、海外保有国債が約1億6000万円（裏書公債9300万円、海外流出内国債6700万円）あったことから、政府は1910（明治43）年1月に国内・海外の両方において四分利付公債を発行し、これらの公債を借り換える公債整理方針を決定した。1910年2月の第一回四分利公債の募集に当たっては、東京・大阪の大銀行に興銀を加えた15行による国債引き受けシンジケートが組織され、日本銀行とともに下請契約を締結した。4月に実施された第二回四分利公債の発行に際しては公債募集取扱銀行が48行に拡大され、両公債とも募集は成功に終わった。この2回の四分利公債発行により、およそ2億円の五分利公債が四分利公債に借り換えられた。

一方、海外での四分利公債発行については、パリおよびロンドンにおいて交渉が行われ、金融市場における金利低下と信用回復を背景に、4月に四分利付仏貨公債4億5000万ポンド（1億7400万円）、5月に四分利付英貨公債1000万ポンド（1億700万円）がそれぞれ成立した。両外債の発行は、海外流出公債の借り換えのみならず、内国債の海外借り換えが含まれ、国内の金融緩和にも貢献するものであった。

四分利英貨公債が成立した1910年5月18日のエコノミスト誌の記事²³は、日本の過去10年における公債発行の歴史を振り返り、次のように述べている。

1905年12月の発行（四分利付英貨債）が日本の信用が頂点に達した時であった。例外的な大衆の情熱は次第に薄れ、日本債への政治的人気も衰えていった。1905年の四分利債が発行時の価格に届くことはほとんどないまま、日本は1907年の深刻な危機に苦しんだ。財政は多額の借入れを行わなければ均衡を保てず、1908年に四分利債の価格は発行価格を12ポイント下回る78へと下落し、日本の信用は日露戦争直前と同じ時期まで戻ってしまったように見えた。しかし、幸運だけでなく賢明な財政運営と巨額の支出削減によって、1909年に公債価格は急速に上昇し、四分利債の価格は96まで上昇し、今日英国大衆にむけた発行価格95、利回り4.2パーセントの新規債が無事に成功した。納税者だけでなく政府にとっても耐えきれない重荷となるほどの大量の公債が累積しているにも関わらず、信用の回復を達成したというのは特筆すべき歴史である。

²¹ 『日本銀行百年史』第2巻、241頁。

²² 借り換えの経緯については『明治大正財政史』第1巻、およびSuzuki（1994）。

²³ “The rise in foreign bonds”, *The Economist*, May 14, 1910.

IV. 英国市場における利回りの再上昇と財政懸念の拡大：1911年～13年

1. 海軍拡張問題と正貨危機

これまでみてきたように、第二次桂内閣の成立と、その後の財政政策の転換はロンドン金融市場においても高く評価され、「金利革命」とよばれる低金利時代が到来し、日露戦後恐慌によって低迷していた企業の経済活動もふたたび活性化した。しかし、こうした状況は長く続かず、1912年に入ると日本のリスク・プレミアムは再び上昇に転じていく。

桂内閣は1910（明治43）年度予算については前年度と同じ規模を維持したが、11年に入ると、海軍では世界的な大艦巨砲主義への転換に対応するための海軍拡張要求が検討された。海軍は既存計画の4000万円の増額と、新規計画として1918年度までの総額3億6000万円の拡張を実施する案を提示し、桂内閣はこの要求の一部を受け入れ、6カ年で8000万円の海軍拡張費を容認した。しかし、このことは1908年以来の財政緊縮政策の転換を意味するだけでなく、議会で多数派をしめる政友会との対立を表面化させた。桂は西園寺政友会総裁への政権禅譲を条件に政友会に協力を求め、44年1月にいわゆる「情意投合」を発表した。1911（明治44）年度予算案は、前年比1770万円増の5億5200万円であり、海軍拡張費は1480万円の増加となった。予算成立を報じた1911年6月のエコノミスト誌の記事²⁴は、日本の日露戦後の財政政策が健全に行われてきたことを評価する一方、四部利公債の価格が低下しつつあることを指摘し、政府が軍事費からより生産的な目的に資金を用いることを望む、と述べている。

一方、1911年に入ると貿易収支の悪化が明確となり、正貨問題が政府・日銀内部において重要な問題となった。5月29日には、桂首相兼蔵相・若槻礼次郎大蔵次官、高橋是清日銀副総裁らが出席して正貨問題に関する会議が開かれ、また8月10日も日銀・政府当局者による正貨事項会議が開かれ、今後の正貨政策が検討された²⁵が、こうした政府・日銀内部での検討は世間には公表されておらず、エコノミスト誌が正貨問題を取り上げるのは後述する1912年になってからのことであった。

2. 第二次西園寺内閣の財政政策への評価

さきに述べた「情意投合」にもとづき、桂内閣は1911年8月25日に総辞職し、30日に第二次西園寺内閣が成立した。このとき西園寺は山県一桂の長州閥の影響力を排除するとともに、桂に近く積極政策の継続を求める原敬内相とも距離を置き、蔵相には元日銀総裁の山本達雄を登用した。その一方で西園寺は薩摩閥・海軍の山本権兵衛に接近し、海軍は西園寺に海軍拡張計画の実現を強く働きかけた。エコノミスト誌は、桂首相の辞任について、軍事費の拡大と日露戦時から続く高い税負担への批判が背景にあると述べる²⁶とともに、新たに蔵相に就任した山本達雄の経歴を詳しく紹介し、日銀総裁時代に財政拡張に反対した山本が、新内閣において財政の健全化に手腕を発揮することに強い期待を示した²⁷。

西園寺内閣によるはじめての予算作成となった1912（明治45）年度予算作成にあたり、山本蔵相は外債募集に依存した財政政策に強く反対し、徹底した歳出の抑制を求め、積極

²⁴ “Japanese policy and commerce”, *The Economist*, June 10, 1911.

²⁵ 『日本銀行百年史』。

²⁶ “The political crisis in Japan”, *The Economist*, September 2, 1911.

²⁷ “The new finance minister of Japan”, *The Economist*, October 14, 1911

政策の継続を求める原敬内相と鋭く対立した。山本は西園寺の支持のもと原の主張を抑え、電話・港湾・鉄道などの事業費の大幅な繰り延べ・削減を実施したが、海軍費については5年間9000万円の継続予算を認め、将来の拡張予算計上についても閣議承認を得た²⁸。

1912年度の当初予算は、一般会計歳出は、前年度を1770万円上回る5億7300万円となった。この予算作成の経緯について、11年12月30日のエコノミスト誌の記事²⁹は山本蔵相の緊縮への取り組みを紹介し、「日本の信用は、戦争以来課せられた重い債務の削減に真剣に取り組んでいることを証明することによってのみ維持することができるのであり、山本蔵相が減債基金に手をつけなかったのはきわめて賢明であった」と述べるとともに、山本が陸海軍の要求を抑えることに成功したことについて、「日本の国富は日清・日露戦争以来、軍部によって加速的に搾取されてきており、この成功は平和的進歩のための偉大な勝利であり、山本の名誉である」と高く評価している³⁰。

一方、正貨政策・金融政策については、1911年9月に公定歩合が引き上げられるとともに、日銀の国債担保貸出に対する高率適用制度が実施され、金利機能による信用調節の手段が整えられた。また、1912年2月には東京市外債900万ポンドが成立したが、この起債は在外正貨の補填を通じた正貨準備の維持という目的を帯びたものであった。1911年中のロンドン市場における日本公債の利回りは4.5%を下回っており、リスク・プレミアムも1.2%前後で安定的に推移しており、外債発行の条件は整っていたと判断できる。

しかし、ロンドン市場での発行条件は1912年に入ると徐々に悪化し、リスク・プレミアムも拡大していった。その契機となったのが、日本の正貨保有高の発表であった。1912年1月の第28帝国議会において、山本蔵相は桂内閣時代には非公表となっていた政府・日銀の保有する正貨の総額がおおよそ3億7000万円であることを明らかにした。この内容を伝えたエコノミスト誌の記事³¹は、東京市債の手取金が政府の対外支払いに用いられる一方、国内ではその分の日銀券が発行されていると指摘し、政府・日銀間の在外正貨操作を通じた対外決済のメカニズムについて次のように指摘した。

この少々複雑な操作が、最終的には困難な状況を導くことを我々は懸念する。この操作は、日本の通貨が額面価値よりも徐々に下落することを意味しており、真の金本位制国よりも物価が上昇し続けることは確実である。…ロンドンでの準備の維持がよい手段かどうかはともかく、それを維持するために新たな紙幣を国内で発行することは明らかに不健全かつ危険であり、山本は遠からず強力な改善策をとるであろう。我々は、ロンドンにおける金準備を維持するのであれば、それが減少している限り政府支出を削減すべきであると主張する。さもなければ、現在の減債基金はごまかし以下のものであると見なされるであろう。財政的困難に陥った政府が行うことのできる策のなかで最も愚かなものは、紙幣発行を拡大させ通貨価値を下落させることである。

このように、エコノミスト誌の論評は、日露戦後の日本の正貨政策、すなわち、政府保有在外正貨バッファーとする内外均衡遮断メカニズムを強く批判し、外債発行による正貨

²⁸ 海軍拡張費の閣議決定に際し、原内相は病気を理由に欠席していたため、将来の拡張計画を含む海軍案が可決した（坂野（1994））。

²⁹ “Mr. Yamamoto's policy of Retrenchment”, *The Economist*, December 30, 1911.

³⁰ ただし、前述のとおり海軍拡張は将来予算としての実施が承認されており、この記事の評価が正しいとは言えない。

³¹ “Japan's gold reserve in London” *The Economist*, March 9, 1912.

補充ではなく、緊縮財政による正貨収支の均衡を強く求めた。

日本の財政政策についての懸念はその後の記事においても繰り返し指摘され、1912年6月の特派員記事³²では、政府予算が表面的には黒字であるものの、軍事費会計など特別会計が公債発行によって賄われており、実質的には赤字が続いていることを指摘している。”Finance and Economic Annual”の公表後の記事では、日本の臨時部会計が大幅な赤字に陥っていることを指摘し、政府の公債償還方針に対する懸念を投げかけている。

3. 大正政変と高橋蔵相の財政政策

1912（明治45）年度予算において海軍の拡張要求が認められたことは、「帝国国防方針」にもとづいて師団増設を求める陸軍の強い反発を招いた。1913（大正2）年度予算編成にあたり、陸軍大臣上原勇作は朝鮮における二個師団増設を要求したが、それが拒否されると単独で辞表を提出し（帷幄上奏）、陸軍は後任の陸相を推薦しなかったため、1912（大正元）年12月5日、第二次西園寺内閣は総辞職した。これがいわゆる「大正政変」の幕開けなり、内大臣・侍従長の地位にあった桂太郎が第三次内閣を組閣したが、藩閥政治打破と憲政擁護を掲げた第一次護憲運動の高まりと政友会・国民党の内閣打倒の動きによって1913（大正2）年2月11日に総辞職した。後任には政友会との提携による山本権兵衛内閣が成立し、蔵相には高橋是清が就任した。

桂内閣が成立した直後のエコノミスト誌の論評³³は、ロンドン市場における日本の4分利公債の価格が直近2年で10%下落したことを指摘し、「ロンドンでは今や日本公債は時代遅れとなっており、手形交換所ではゴシップ好きが『日本は借りるか破綻するかのどちらかだ』と言っている。……政府が緊縮計画を採ることは、金流出と高い税負担の状況にある日本にとってきわめて重要である。」と述べている。また、翌年1月の記事³⁴では、西園寺内閣が倒れる経緯について詳述し、陸海軍の力を誇示し、巧みな外交手腕があったとしても、国家が確固とした財政基盤を持たなければ日本が世界の列強としての地位を維持することはできず、財政が破綻し信用が失われれば、ヨーロッパ諸国は世界政治における日本の弱体化とみなすだろう、と述べるとともに、「我々が予言したしたとおり、減債基金と国債償還計画は幻想であることが明らかとなった。金準備は払底しつつあり、政府は支出削減か、増税か、低迷する市場からの借り入れかのいずれかを迫られている。ばかげたことに、日本の軍部は、財政的には困難な戦争への準備によってこの国を危機に至らせようとしているのである！」と述べ、軍部の過大な予算要求が財政危機を引き起こしていることを厳しく批判した。

大正政変後、1913（大正2）年度予算は、桂内閣時に提出された予算案が再提出され、一部修正の上歳出総額5億9441万円が成立した。予算成立後、山本内閣は西園寺内閣時代より検討されていた行財政整理を実施し、実行予算として3341万円の歳出削減を実施するとともに、所得税法を改正して減税に踏み切るなど、民力休養を求める世論・財界の要求にもこたえた。エコノミスト誌は、山本内閣の財政政策に一定の評価をしたものの、同年9月の記事³⁵において、日本のこれまでの財政政策と対外信用について次のように総

³² “Japan- The national accounts” (from Yokohama Correspondent), *The Economist*, June 29, 1912.

³³ “The Japanese Crisis”, *The Economist*, December 21, 1912.

³⁴ “The Finance of Japan” *The Economist*, January 11, 1913.

³⁵ The Finances of Japan” *The Economist*, September 6, 1913.

括している。

我々は日本の財政の儉約という公明正大な約束はほんの一部分しか達成されていないことを覚えておく必要があり、この国が正しい道に向かって歩いているかをしるにはもう一年待たなくてはならないだろう。しかし、政府が足踏みしている間に、日本の公債の市場での状況は、足踏みをしている政府を健全財政へと誘う要因の一つとなるだろう。この数年間にこれらの相場は大きく下落し、1910年に発行価格 95 で発行された 4 部利公債の価格は今年 76 となった。……政府の公式な見解はこの下落が世界的な金融市場の逼迫による世界的減少の一環であるとしている。しかし、金融逼迫が関係していることを認めたとしても、このような一般論ではこの市場において日本の公債が特に顕著に下落していることを説明することはできない。真実はこうである。日本は、非常時に多額の負債を抱えただけでなく、戦後においても、高い課税を継続し、自由に資金を借り、歳入が不足すれば常に新たな公債を発行するという前提のもとで予算を組む政策を追い求めている。そのような国が、金利の上昇と世界の金融市場の逼迫という局面において隣国よりも深刻な影響を受けるのは明らかである。この教訓を日本の狂信的な愛国軍人達(Chauvinists)は学ぶことができないようにみえる。しかし、日本がヨーロッパの金融市場でかつての地位を取り戻すためには、この教訓を日本は学ばなくてはならない。

むすび

本稿では、日露戦後から第一次大戦直前までにおける英国市場における日本の公債の価格変動と日本の財政政策との関係、そして市場における評価について考察した。

日露戦争によって巨額の債務を抱える日本政府の対外信用、リスク・プレミアムに最も影響を与えたのは政府の財政政策の動向であった。エコノミスト誌は、毎年日本の予算編成の過程について詳細に掲載し、とくに減債基金計画の実現可能性と、軍事費の動向を注視していた。日露戦後、第一次西園寺内閣は積極的な日露戦後経営を企図し財政規模を急速に拡大させたが、エコノミスト誌はただちに警鐘をならし、市場におけるリスク・プレミアムも上昇に転じた。1907 年恐慌の発生は日本の対外信用の危機と認識され、日本の公債価格は大きく下落したが、この危機は 1908 年の第 2 次桂内閣の成立と緊縮政策実施によって鎮静化し、市場価格は急速に回復した。ロンドン市場における金利水準は 4% 付近まで低下し、英国からの低金利な資本導入を通じて国内金融を緩和させることに成功した。

しかし、この「金利革命」は長続きせず、1911 年よりリスク・プレミアムは上昇に転じた。エコノミスト誌は、軍部の圧力によって再び日本の財政が拡大の傾向を示すことに強い懸念を示し、第 2 次西園寺内閣期に日本の金準備が明らかになると、山本蔵相の緊縮方針にもかかわらず日本の公債価格の低下に歯止めはかからなかった。1910 年代の金利水準の上昇は、バルカン危機による金融市場の逼迫という市場全体の問題でもあったが、リスク・プレミアムはそれ以上に上昇しており、西園寺内閣の総辞職とその後の政局の混乱は、市場では財政規律崩壊の危機として受け止められた。

エコノミスト誌の記述から見たロンドン市場における日本の経済政策への評価は、財政の均衡と、国際収支の不均衡を国内均衡の調整によっておこなう国際金本位制の時代にお

ける行動規範を前提としていた。戦争による一時的な歳出・債務の増加に対しては、戦時課税と減債政策によって早期に解消し平時の均衡に戻るべきであり、債務の増加を前提とした積極政策の実施はカントリーリスクの増加と受け止められた。また、新たな公債の発行については、その目的が将来における経済発展を促す生産的なものであるか、軍事費という非生産的なものであるかが重要であり、その視点から、エコノミスト誌は日本の軍事費の拡張に対してはきわめて批判的であった。

では、このような市場の動向と評価は、日露戦後の経済政策をどのように規定したのであろうか。日露戦時公債の成功によって日本は継続的な外債発行を行う条件が整い、外債発行による対外決済と国内金融緩和によって経済成長を目指す「積極的正貨政策」（神山）の実施が可能となった。しかし、本論で明らかにしたように、ロンドン市場において日本の対外信用を規定したのは財政政策の健全性であり、積極的財政政策と積極的正貨政策の両立は困難であった。第一次西園寺内閣の積極政策の挫折と、第一次桂内閣における「緊縮財政・積極正貨政策」の成功は、このことを端的に示しているといえよう。

この時代に日銀副総裁、総裁を歴任した高橋是清は、みずからの外債発行交渉の経験から、ロンドン市場の認識を理解していた。たとえば、1911年の「正貨事項会議」等で示された高橋の経済認識は、歳出増加抑制、軍備拡張など非生産的支出への強い反対、減債基金の徹底などを求めており、これはエコノミスト誌における主張ともほぼ一致している。緊縮財政が徹底され、内外において4分利公債の発行に成功した1909年から10年が、高橋の積極的正貨政策構想が最も具現化した時期であった。

しかし、財政政策と正貨政策のバランスが崩れたとき、市場における日本のリスク・プレミアムは拡大していった。正貨政策については、「中間景気」による国際収支の悪化によって正貨の流出が拡大し、日本の正貨準備の減少が明らかになったことが大きな衝撃を与え、ロンドン市場では緊縮財政の徹底を求める声がかかったが、この時期の財政政策における問題は、陸海軍からの軍事費拡大要求であった。第2次桂内閣、第2次西園寺内閣とも、軍部との妥協をはかりつつ行財政整理を進めることで財政規模拡大の抑制につとめたが、軍拡問題が政局へと転換したことは、ロンドン市場においては財政への信認の喪失として受け止められ、日本の公債価格は下落した。

山本権兵衛内閣の蔵相として入閣した高橋は、行財政整理の徹底によって国際金融市場の信用を回復させ、それを前提とした外債発行による正貨危機の克服を行おうとしたが、低迷する国際金融市場において、かつてのような大規模な外債発行の実現は困難であった。第一大戦直前の「正貨危機」の原因は、国際収支の悪化による正貨準備減少の危機であると同時に、海外市場における日本の財政政策への信認の危機にもあったと言えよう。

【参考文献】

- ・ *The Economist*, London (Online Edition)
- ・ 大蔵省『明治大正財政史』
- ・ 日本銀行『日本銀行百年史』
- ・ 神山恒雄（1994）『明治経済政策史の研究』塙書房。
- ・ 同（2000）「日露戦後恐慌と公債政策」伊藤正直他編『金融危機と革新』日本経済評論社，所収。
- ・ 伊藤正直（1987）「日露戦後の日本金本位制と中央銀行政策」藤瀬浩司他編『国際金本位制と中央銀行政策』名古屋大学出版会，所収。
- ・ 中村隆英（1985）『明治大正期の経済』東京大学出版会。
- ・ 坂野潤治（1994）『大正政変 1900 年体制の崩壊』ミネルヴァ書房。
- ・ Suzuki, Toshio(1994) *Japanese government loan issues on the London capital market, 1870-1914*, London, Athlone Press.

第3章 明治末正貨危機と高橋意見書

佐藤政則

はじめに

1911年6月に高橋是清が日銀総裁に就任するや日本銀行の活動は俄かに活発化した。具体的な施策は表1に掲げた通りである。1911年7月の正貨対策に関する「高橋意見書」の桂蔵相宛提出と8月の日銀・大蔵合意、12年1月からの高率適用制度の実施、同年7月の商業手形割引の地方取引先拡大、そしてこの間4度にわたる公定歩合引上等々注目すべき施策が次々に打たれた。

本報告の課題は、第一大戦直前の正貨危機において提示された「高橋意見書」を中心に、日本銀行の施策と高橋是清経済論を検討することにある。

表1 1911～12年の日銀金融政策

年 月	高橋総裁・日銀金融政策	
1911. 6	高橋是清総裁就任	蔵券割引歩合引上 (1.0 銭→1.1 銭)
7	対正金外為貸付金制度実施 (～1500万 2% 1500～3500万 5%) 第2回正貨事項会議 「高橋意見書」提出	第2次モロッコ事件 蔵券割引歩合引上 (1.1 銭→1.2 銭)
8	第3回正貨事項会議 日銀・大蔵決定 (8月10日決定)	第2次西国寺内閣山本達雄蔵相 8/30 トリポリ戦争 蔵券割引歩合引上 (1.2 銭→1.25 銭)
9	公定歩合引上 (受動的引上) 9/27 (2 厘上 国債保証割手 1.5 銭)	蔵券割引歩合引上 (1.25 銭→1.3 銭) 9/25 フランス銀行割引レート引上 (3%→3.5%) 9/20 イングランド銀行割引レート引上 (3%→4%) 9/20
10	支店長会議 ①外国との資本共通の道も次第に開通 (日仏銀行) ②貸出標準・高低利率適用の制定について	辛亥革命
11	貸出標準・高低利率適用手続制定	蔵券割引日歩引上 (1.3 銭→1.4 銭)
1912. 1	貸出標準・高低利率適用実施	東京主要銀行預金金利引上 (定期4%→5%) 京都市5分利付仏貨公債500万フラン パリ 発行
2	公定歩合引上 (受動的引上) 2/7 (1厘上 国債保証割手 1.6銭) 高橋総裁銀行倶楽部で演説 2/26	東京市債918万ポンド相当額英米仏発行契約成立 イングランド銀行割引レート引下 (4→3.5%)
4	支店長会議	横浜市ガス公債120万円英発行契約成立
5	名古屋支店 製糸家振出問屋引受けの為替手形割引開始 (～7/9打切)	イングランド銀行割引レート引下 (3.5→3.0%) 5/8 フランス銀行割引レート引下 (3.5→3.0%) 5/15
7	商手割引の地方取引大拡大	蔵券割引歩合引上 (1.4→1.5 銭) 日仏銀行設立 (11月東京支店開業)
(8)	「正貨準備維持ニ就キ積極、消極執レノ主義ニ 抛ラントスル哉ニ関シ政府ノ方針内示方上申案」作成	蔵券割引歩合引上 (1.5→1.6 銭) 最低公定歩合と同率 イングランド銀行割引レート引上 (3.0→4.0%)
1912. 10	支店長会議 公定歩合引上 10/2 (1厘上 国債保証割手 1.7 銭)	第1次バルカン戦争 10/17 フランス銀行割引レート引上 (3.0→3.5→4.0%) 10/16 10/30 イングランド銀行割引レート引上 (4.0→5.0%) 10/16
11	公定歩合引上 11/14 (1厘上 国債保証割手 1.8銭) 対正金外為貸付金限度額撤廃→高低利率適用 (～1500万 2% 1500万～3500万 6% 3500万～6.5%)	蔵券割引歩合引上 (1.6→1.7 銭) 11/14 東京主要銀行預金金利引上 (定期 5→6%) 第3次桂内閣若槻礼次郎蔵相
1913. 2	高橋総裁辞任	
3		英貨鉄道債券、英貨鉄道証券の発行規程公布 (各150万ポンド英発行) 東拓 日仏銀行を通じパリで2000万円起債
4	高低利率適用手続改正	仏貨国庫債券発行規程公布 (鉄道会計法により2億フラン発行5分利付)

出所 『日本銀行百年史』資料編等より作成

正貨事項会議と正貨収支見込

「正貨事項ニ関スル会議」（以下「正貨事項会議」と略す）は、1911年5月29日と8月10日に関われた。この会議は、表2に掲げた正貨収支見込の計数に基づいて今後の正貨収支の状況が「来年度ヨリ直ニ正貨準備ノ現在額ヲ維持スルコト能ハザルコト、ナリ」、外資を導入せずこのまま推移すれば、明治「四十八年度末ニハ正貨準備皆無トナ」り、各種公債等急ニ回収シ難キモノヲ処分スルトモ尚一年内外ヲ支フルニ過ギザル¹という厳しい見通しをもって日銀、大蔵省の所轄事項における正貨対策を協議するために開催されたものである。

出席者は大蔵省側が桂(総理)蔵相、若槻次官、橋本主計局長、勝田理財局長、山崎国債局長、長島書記官であり、日銀側は高橋総裁（副総裁）、水町副総裁（8月10日のみ出席）であった。

表2 1911年正貨収支見込

(千円)

1911年正貨払見込			
受入		支払	
国 庫	3,415	国 庫	74,274
清国賠償金	2,167	在外公債償還	5,000
正貨運用利子（英貨以外）	1,248	在外公債利子	32,658
日本銀行	39,800	国庫債券振替償還	5,857
正貨運用利子	4,800	内国公債利札買入	585
政府直接払ヲ除キタル	23,500	海運省経費	4,593
貿易外正貨収支差額受入		南満州鉄道社債償還	19,526
内地産金吸収	11,500	同 社債利子	6,053
		日本銀行	95,000
		内地輸入超過	80,000
計	43,215	計	169,274
受払差額 (A)	△126,059		
1911年3月末正貨保有高			
正 貨 保 有 高		特 別 運 用	
国庫所有在外正貨	209,333	国 庫	86,392
日本銀行所有在外正貨	138,821	本邦各種公債購入（特別資金）	49,575
日本銀行所有	129,140	同上（預金部）	7,957
		満州不動産資金（正金銀行頭入れ）	3,000
		大治借款資金ノ一（同上）	6,000
		同上ノ二（同上）	12,000
		台湾糖輸出奨励金（台銀預入れ）	3,000
		日本銀行正貨準備	216,453
計	477,295	計	302,845
差引 (B)	174,450		
1911年末準備外使用可能正貨見込 (A+B)	48,390		

出所 「明治44年7月 大蔵大臣宛第2号意見書」日本銀行「正貨事項会議覚書」（明治44年8月）

高橋意見書の成文過程

高橋意見書とは、この正貨問題をめぐる日銀・大蔵の協議の過程で7月上旬に提出された「第2号案」をさす。ところでこの高橋意見書は二種類現存している。まずひとつは、日本銀行保有資料『明治四十四年八月 正貨事項会議覚書』および同『正貨政策（明治39

¹ 日本銀行「第2号案」『明治四十四年八月正貨事項会議覚書』所収。以下、とくに断らない限り、高橋意見書からの引用は同資料による。

年～大正6年)』²に収録されているものであり、『日本銀行百年史』³が認知している(以下これを高橋意見書と呼ぶ)。今ひとつは『明治大正財政史』第14巻⁴が収録しているものであり、吉野俊彦氏が繰り返し引用した⁵(以下これを7月意見書と呼ぶ)。

両者には、とくに日銀の施策について述べた部分、即ち公定歩合政策についてかなりの相異がある。長文な前者に対して、後者は要旨の域を出ていない。おそらく7月意見書が何等かの事由で書き直され高橋意見書になったものと思われる。それではその事由とは何であろうか。それは、高橋意見書が正貨問題の対策に関する何等かの具体的施策プランを前提にまとめられていることにかかわる。

高橋意見書は、その冒頭で「我が正貨将来ノ状態ニ関シ示サレタル所ノモノヲ見ルニ近キ将来ニ於ケル応急ノ処置ニツキテハ之ニ挙ゲラレタルモノヲ以テ其ノ大体ヲ尽セリト云フベシ要ハ之ガ実行如何ト顧ミルニ在ルノミ」と述べている。問題はこの「近キ将来ニ於ケル応急ノ処置」を示した文書とは何かである。『日本銀行百年史』第2巻は、5月29日の第1回正貨事項会議で提出された「第1号案」⁶を「大蔵省作成のものと思われる案」⁷としている。この「第1号案」は、「(明治)四十五年度予算ニ関スル事」(括弧：佐藤)「財政ノ組織運用ニ関スル事」「預金部ニ関スル事」「特殊銀行ノ貸出方ニ関スル事」の4項について各々具体的な要望・改善事項をまとめたものである。

しかし「近キ将来ニ於ケル応急ノ処置」としては内容的にそぐわないし、また『正貨政策(明治39年～大正6年)』では、この「第1号案」を日銀の蔵相宛上申案として扱っており⁸、「第1号案」が「応急ノ処置」を示した大蔵側のプランとは考えられない。とすればやはり残るのは「正賞ニ関スル応急擁護策」⁹(以下「応急擁護策」と略す)であろう。この点は、高橋意見書に添付された「正貨収支見込」が、「大蔵省調査ノ計数ニ基キ計算ス」となっており、この「計数」が「正賞ニ関スル応急擁護策」で示された正貨収支の数値と一致していることから窺い得る。従って、「7月意見書」→「応急擁護策」→「高橋意見書」という流れで高橋意見書の成文過程をとらえるのが素直と思われる。

つまり、まず「7月意見書」において日銀は政府所轄の事項について一般的な留意点を要望し、日銀自身の施策については曖昧なものとした。それに対して大蔵省は「応急擁護策」で自らの所轄事項について具体的な対策を示し、他方日銀に対しては大蔵省証券の増発、正貨準備の減少に伴う公定歩合の引上を要望した。これを踏まえ、日銀は高橋意見書において、「応急擁護策」の手薄な事項を補足した。即ち「歳出ノ膨脹」の「抑制」、正貨問題の緊急性・重要性を「官民上下一般」に普及せしめる政府の対策、預金部資金や特殊銀行貸出を「産業発展ノ資ニ供用セシメ」ること、そして最も力点がおかれたのが、「応急擁護策」の施策が最も簡潔であった「正貨ノ調達」即ち外債の起債に対する要望であった。

² 日本銀行「正貨維持上ノ事ニ付上申」、『正貨政策(明治39年～大正6年)』所収。

³ 『日本銀行百年史』第2巻、205～7頁、278～80頁。

⁴ 『明治大正財政史』第14巻、654～6頁。

⁵ たとえば『歴代日本銀行総裁総論』、毎日新樹社、1976年、110～1頁、あるいは『日本銀行史』第3巻、666～7頁。

⁶ 日本銀行「第1号案」、前掲『正貨事項会議覚書』所収。

⁷ 前掲『日本銀行百年史』278頁。

⁸ 日本銀行「四十五年予算、財政組織運用、預金部ノ事及特殊銀行ノ貸出方ニ就キ大蔵大臣へ上申案」、前掲『正貨政策』所収。

⁹ 大蔵省「正賞ニ関スル応急擁護策」、『勝田家文書』第48冊第7号、また小島前掲書、235～7頁も参照。

以上の補足に加えて日銀自身の施策としては、「国債利子仕払ノ為メニスル正貨ノ収支ト自然ノ経済作用ニヨル正貨ノ出入」との区分および後者—正貨準備—公定歩合操作との関連性重視を打ち出したのである。

このように 7 月意見書、「応急擁護策」、高橋意見書は、各々が独立しているのではなく、各々で提起された施策がセットになっていると考えられ、このうち日銀と大蔵省の所轄が交錯する正貨収支の区分についてのみ 8 月 10 日に合意し、協定を結んだものと思われる。

公定歩合操作の「変態」

高橋意見書が大きな注目を集めるのは、この意見書において以下のように公定歩合を操作するさいの基準を明示したことによる。

「戦役後今日ニ至ルマデ財政経済上諸種ノ事情アリタルガ為メ日本銀行ノ正貨準備ハ絶ヘズ別途ニ保有セラレタル外債募集金ニ依リテ補充セラル、ノ状況ニアリテ正貨準備ノ増減ハ経済自然ノ情勢ト必ズシモ吻合スルコト能ハズ日本銀行ノ利子ノ上下ハ必ズシモ正貨準備ノ増減の趨勢ニ伴フコト能ハザリキ是ヲ以テ日本銀行ノ正貨準備ノ増減ト利子ノ上下トガ我が経済市場ヲ警戒シヌハ安堵セシムル所以ニ於テ十分ナル作用ヲ為スコト能ハザル状態ニ陥キリタリ此ノ如キハ一時ノ変態己ヲ得ザルノ事情ニ出デシモノニシテ永ク之ニ依ルベキモノニアラザルハ勿論国民全般ヲシテ正貨維持ニカヲ致サシムル所以ニモアラザルナリ依テ今後ハ国債利子仕払ノ為メニスル正貨ノ収支ト自然ノ経済作用ニヨル正貨ノ出入トハ之ガ取扱ヲ區別シ自然ノ経済作用ニヨル正貨ノ出入ハ直接正貨準備ノ増減ニ影響セシムルコト、シ日本銀行ハ正貨準備ノ増減を以テ利子ヲ上下スル重要ナル標準ノ一トシ我が経済社会ヲシテ之ニヨリテ向フ所ヲ知ラシムルコト、スルハ最モ必要トスル所ナリトス」（下線引用者）

そして上記は、8 月 10 日の第 2 回正貨事項会議において「大蔵省ニ於テモ素ヨリ異説ナキ所」とされ、「実行上齟齬ヲ生スルナカラシムル為今少シク細目ニ渉リ準拠スヘキ標的ヲ定メ」ることになった。即ちまず、日銀が行う各種の正貨受払のうち「自然ノ経済作用」によるものとそうでないものとを次のように区分した。

「自然ナラザルモノ」

政府トノ正貨売買

公共団体トノ正貨売買ノ内特別市債ノ募集償還ニ関スルモノ

日本銀行ノ本邦公債海外売買ノ内特別ノ目的ヲ有スルモノ

「自然ナルモノ」

公共団体トノ正貨売買ノ内特別市債ノ募集償還ニ関セサルモノ

銀行会社トノ正貨売買

日本銀行ノ本邦公債海外売買ノ内特別ノ目的ヲ有セサルモノ

内地産金吸収並金貨取付

日本銀行海外利殖金、経費等上述以外ノ収支

その上で「日本銀行ニ於ケル自然ノ正貨払出ハ自然ノ正貨受入ニ超ユルヲ常トスル形勢」であり、「自然ノ状態ニ回復スルマテハ一定ノ理論ノミヲ以テ終始スルコト能ハサル」こと

から、次の事項がとり決められた。

- (イ) 正貨準備に一定の平準点（例えば 2 億円）を設け「自然ノ経済作用」により正貨準備がこの平準点を下回る場合には公定歩合を次第に引上ること。
- (ロ) 正貨準備に一定の最低限度（例えば 1 億 8 千万円）を設け、公定歩合を引上げて「自然ノ経済作用」により正貨準備がこの限度を下回る場合は、「自然ナラザル作用ニ依リ受入レタル正貨」を以って最低限度まで補充すること。
- (ハ) 前記補充額は正貨準備が「自然ノ経済作用」により増加して平準点を超えた場合には準備外に組戻すこと。
- (二) 正貨準備の最低限度 1 億 8 千万円は人為的に維持する。「自然ノ経済作用」による増減は、これ以上の範囲を対象とする。

以上がいわゆる 明治 44 年 8 月 10 日の日銀・大蔵合意である¹⁰。

このような公定歩合操作の基準明示について、吉野俊彦氏は、外資導入政策の行詰まりのなかで「正常な基礎の上に再編」されねばならなかったと評価した¹¹。これを伊藤正直氏も受容している¹²。しかし、こうした高橋意見書における公定歩合操作の基準明示とそれに基づく日銀・大蔵合意とを過大に評価することはできない。

何故なら第 1 に、高橋意見書と「応急擁護策」が相互補完の関係にあり、各々で表明された施策が相互に実施される限りにおいて上記の措置も実効性をもつからである。とりわけ外資の導入は、高橋意見書が「之ニ因リテ得タル正貨ヲ以テ外債ノ利払等ニ充ツルト同時ニ他方ニハ之ヲ以テ内国ノ産業ヲ盛大ニシ販路ヲ海外ニ開クノ資ニ供シ以テ目前ノ急ヲ済フト共ニ他日ノ計ヲナス」と述べ、また「外資ノ輸入ヲ図ルニツキテ我ノ信用ノ基礎ヲナスモノハ国家財政ノ根本的信用ニアリゴ」と言うように海外利払資金確保、国内産業育成資金としての活用、歳出膨脹抑制という対大蔵 3 大要望の要の位置を占めていた。従って外資の継続的な導入を前提とした正貨準備 1 億 8 千万円以上の範囲において、「自然ノ経済作用」による正貨収支—正貨準備—公定歩合の関係が成り立っていたのである。

第 2 にこの公定歩合操作の基準明示を日銀が進んで積極的に主張したのかどうかそのものも疑しい。この提言に責任を負う総裁高橋の金利政策観（後述）をしばらく措くとしても 7 月意見書との相異という次のような問題点が残る。即ち 7 月意見書では現状を「臨時変則ノ方法ニ依ルノ止ムヲ得ザル時期」と規定し「一方ニハ極力我経済ノ発達ヲ謀」り、「他方ニハ内外ノ信用ヲ維持シ何時ニテモ有利ニ外資ヲ得ルノ用意ヲ為」すべきと基本方針を確認した上で、「内外ノ信用ヲ維持スル根本ノ要義」として「国ノ財政ヲ鞏固ニスル」ための要目を挙げ、更に「経済ノ発達ヲ急ニスル」にあたっての政府関係要目を示している。そして次のように結ぶ。

「日本銀行ハ戦役以来財政経済上ノ異常ノ事情ニ制セラレテ金利ノ上下ハ必ズシモ正貨準備ノ増減ノ趨勢ニ伴フコト能ハザルノ変態ニ陥リタルモ以上各般ノ事ニシテ歩調ヲ整ヘテ行ハルルヲ得バ日本銀行ノ業務亦タ漸次其ノ本則ニ復スルヲ得ベク充

¹⁰ 日本銀行「第 3 号案」、前掲『正貨事項会議覚書』所収。

¹¹ 吉野俊彦『日本銀行史』第 3 巻、1977 年、667 頁。

¹² 伊藤正直「日露戦後の日本金本位制と中央銀行政策」藤瀬浩司・吉岡昭彦編『国際金本位制と中央銀行政策』、名古屋大学出版会、1987 年、所収。19

分ニ我産業ノ発達ヲ助クルノ手段ヲ執ルコトヲ得ベジ」¹³（下線引用者）

このように日銀の金利政策が「本則ニ復スル」のは上記の諸施策が「歩調ヲ整ヘテ行ハ」れた場合であるという点は、注目する必要がある。従って公定歩合を操作する基準については一般的な事柄以上のことは明確に出来ないわけである。「応急擁護策」の呈示の後にまとめられたと思われる高橋意見書との距離は相当あると考えざるをえない。そして8月10日の日銀・大蔵協定では「本則ニ復スル」細目まで一挙に決定されている。この経緯からすれば、主導性は日銀になく大蔵省にあったと考えるのが自然であろう。高橋総裁が公定歩合の引上に極めて消極的であったのは、高橋自身の金利政策観ないし現状認識もさることながら、もともとこの協定に至る経緯が日銀にとって不本意なものであったからではないだろうか。

以上の2点からすると、大蔵省が最も強く日銀に要望したのが公定歩合操作の弾力化であり、逆に日銀が大蔵省に最も強く要望したのは継続的外資導入であった。従ってこのふたつの施策は、相互に担保し合う限りにおいて執行される関係にあったと思われる。

高橋是清の経済論①—金利政策をめぐる

副総裁時代の高橋は一貫して安定的低金利政策を主張し、コスト効果による金融引締めを忌避していた。しかし総裁就任後は、公定歩合操作の基準を明示し、1911年9月、12年2月、10月、11月とおおよそ1年の間に4度も引上げた。副総裁期と総裁期の高橋とを架橋するのがここでの課題である。その作業は、総裁高橋の金融政策あるいは経済政策の全体系のなかで行われるべきものである。

高橋の経済政策が最も明確に立つ集約的に表明されているのは、1912年夏頃に西園寺首相と山本達雄蔵相に提出するために作成された「正貨準備維持ニ就キ積極、消極敦レノ主義ニ拠ラントスル哉ニ関シ政府ノ方針内示方上申案」¹⁴（以下「上申案」と略す）における積極主義であろう。

まず高橋意見書において表明された「自然ノ経済作用」による正貨収支—正貨準備—公定歩合操作という連関性の重視は、かなり厳格な意味でのゲームのルールの実現を目指しているのかである。この点に関連する「上申案」の記述は、次の通りである。

「金利ノ成ルベク平準ヲ得ンコトハ産業ノ健全ナル発達ノ上ニ於テ最も必要トスル所ナリトス蓋シ利子ナルモノハ生産費ノ一部ヲ構成スルモノナレバナリ其ノ経済社会自然ノ趨勢ニヨリテ動揺スルハ実ニ止ムヲ得ザルコトニ属ス而シテ経済社会ガ一般ニ浮華ニ流レ不健全ノ状態ニ陥ラントスルニ臨ミ之ヲ警戒スル為メ金利ヲ引上げ之ヲ緊縮スルモ亦止ムヲ得ザルコトニ属ス然レドモ今経済社会ニ特ニ不健全ノ状況アルニアラザルニ自然ノ趨勢ニ依ラズ人為ヲ以テ金利ヲ引上げ之ヲ緊縮スルハ故ラニ経済社会ニ打撃ヲ加フルモノナリ」

これによれば、仮りに入超→正貨準備減少の状況下においても、経済状態が不健全なものと認識されない限り金利は引上げられないことになる。高橋は「上申案」において「我

¹³ 『明治大正財政史』第14巻、654~6頁。

¹⁴ 日本銀行「正貨準備維持ニ就キ積極、消極敦レノ主義ニ拠ラントスル哉ニ関シ政府ノ方針内示方上申案」、前掲『正貨政策』所収。

経済社会が不健全ノ状態ニアラザルヲ示ス」ものとして輸入超過の具体的内容を挙げている。即ち「輸入ニ於テハ棉花羊毛鉄類肥料等ノ如キ原料品ニ於テ増加シ被服地類ノ如キ消耗品ハ却テ減退ヲ示シ輸出ニ於テハ生糸綿糸布類其他ノ製造品ニ於テ増加ヲ見ル」と。

また物価騰貴と兌換券発行高増加との関係については「物価騰貴スレバ取引上多額ノ通貨ヲ必要トスルハ当然ノコトナレバ兌換券発行高増加ニツキテハ其ノ多分ハ寧口物価騰貴ノ結果ニシテ之ニ依リ テ物価ヲ騰貴セシメタルモノハ甚ダ大ナルモノニアラザルベキナリ」と述べ、対政府信用の膨張が兌換券発行高増加の主因であることを指摘している。

以上によって、高橋意見書で表明された公定歩合操作の基準明示が、かなり厳格な意味でのゲームのルールを体現した政策運営を目指したものでなく、むしろ正貨準備の増減は金利政策を行うにあたっての文字通りの「標準ノ一」にすぎないものであったことは明らかであろう。

それでは、高橋総裁が行った4度の公定歩合引上をどうみるかである。この一連の引上を吉野俊彦氏は、先述した7月意見書の「線に沿って正貨準備の擁護をはかろうとする日本銀行の決意の現われだった」¹⁵と評価されているが、これはかなり過大な評価である。

高橋の引上は、株主総会や支店長会議等で言及されているのをみると、まず11年9月27日の引上は、海外の関係では各国中央銀行の金利引上¹⁶の後に、また国内的には市中割引最低歩合が日銀貸出日歩を上回った後¹⁷に実施されている。12年2月7日の引上は、「歳首早早東京大阪ヲ始メ各地ノ銀行相前後シテ金利ヲ引上」¹⁸た後で引上げられた。この2度の引上は、外資導入方針と11年8月の日銀・大蔵協定がセットで考えられていた時期の引上であるにもかかわらず、全く内外金融動勢追隨的引上である。12年10月2日の引上は、山本蔵相の引上要請に抵抗¹⁹し続けた末の引上であり、11月14日の引上は、第一次バルカン戦争勃発(10月17日)による各国中央銀行の一斉金利引上を受けての引上²⁰であった。

このように、また第1回目を除けば各1厘という引上幅にもみられるように高橋の公定歩合引上は、全体を通じて極めて消極的、受動的な引上であり、高橋意見書で表明されたアナウンスメント効果さえなかったと言えよう。

ところで、小野一一郎氏が問題にしたように²¹、高橋は物価騰貴をめぐる兌換券も含めた「通貨」という考え方を明確にし、「此我国の物価の騰貴は偏に兌換券の膨張に有るといふ論」を単純で陳腐な貨幣数量説だとして斥けた。「今日は各国共に此通貨といふものは経済社会の需要に由って出るので有って、要らぬ通貨といふものは一つも世の中に出て居らない」²²と受動的な金利政策の根拠を示している。これはその後、山本達雄蔵相との対

¹⁵ 吉野前掲『日本銀行史』667頁。

¹⁶ 「明治四十四年日本銀行営業報告」『日本金融史資料 明治大正編』第10巻、181～2頁。

¹⁷ 「明治四十四年十月 支店長会議ニ於ケル総裁演説要項」、日本銀行『支店長会議書類(明治44年春～大正5年秋)』所収。

¹⁸ 「明治四十五大正元年 日本銀行営業報告」、前掲『日本金融史資料』215頁。

¹⁹ 坂野潤治『大正政変』、ミネルヴァ書房、1982年、104～5頁。

²⁰ 「明治四十五大正元年 日本銀行営業報告」、前掲書、216頁。

²¹ 小野一一郎「明治末期の物価騰貴―戸田海市の所説をめぐる―」、『オイコノミカ』第18巻第1号、1981年。

²² 「高橋日本銀行総裁の演説」「物価並に通貨問題」『銀行通信録』明治45年3月20日。「高橋日銀総裁の詭弁」『東京経済雑誌』明治45年2月24日。堀江帰一「中央銀行の金利政策」『銀行通信録』大正2年1月20日。

立とともに、物価と通貨との関係、金利政策との関係等々の議論を巻き起こし、大きな反響を呼んだ。

高橋是清の経済論②－経済発展

「上申案」に示された高橋の中長期的経済政策に対する考え方をみると、以下の通りである。

「我国ノ工業ハ今ヤ漸ク手工業ヨリ機械工業ニ推移セントスル過渡ノ時期ニアルモノト謂フベシ然ルニ機械工業ニ於テ方許多ノ資本ヲ要スルト共ニ他方ニ技師職工ノ熟練ヲ必要トスルガ故ニ之ニ推移スルニツキテハ相当ノ年月ヲ要スベシ而シテ其間成ルベク順当ノ発展ヲ遂ゲシメ遂ニ之ニ依リテ輸出ノ増加ヲ致シ若シクハ内地ノ生産ヲ以テ輸入ニ代ヘ以テ国際貸借ノ権衡ヲ復シ更ニ進ンデ列国経済上ノ競争ニ於テ優勢ヲ占メンコトヲ期セザルベカラズ故ニ今日ニ於テハ尚国際貸借上利払ノ為足ラザル所ノモノハ外資ニ依リテ補充スルト共ニ内地ニ生産資金ヲ給与シ産業ノ発展ニ伴ヒ漸次此ノ外資ニ依リテ所ノモノヲ減ジ終ニ輸出超過ヲ以テ利払ヲ了シ更ニ進ンデ元金ノ償還或ハ債権ノ買戻ヲナスノ日ヲ俟タザルベカラザルハ戦役ノ為メ遽ニ巨額ノ債務ヲ負フニ至リタル我国今日ノ状況ニ於テ実ニ止ムヲ得ザル所ナリトス」

このように高橋は、現状を工業化過程における輸入超過状況と認識し、この方向を外資導入しつつ追究することが必要との中長期的展望のもとに、金融引締め必要性を全く認めていないのである。ここには、1900年代を通じて一貫して主張されてきた安定的低金利政策のもとでの輸出産業・輸入代替産業の育成という政策方向が、銀行学派の見解を組み込み、日露戦後・明治末の日本経済の新たな段階に応じてより体系化されたものに変じている姿があった。

高橋是清の経済論③－外資導入「資本共通ノ道」

第一次大戦直前における日本経済は、国際資金循環のなかにどの程度組み込まれていたのか。これを高橋是清は、どのように認識していたのか。その認識の歩みをトレースすると次のようになる。

まず1908年の日銀「再正貨維持上ノ事ニ付上申案」をみると1900年前後の高橋の認識が全面的に盛り込まれている。

「欧米ノ如ク各国相互ノ間ニ資金共通ノ実アルトキハ中央銀行金利ノ引上ヲ以テ速ニ此勢ヲ馴致スルコトヲ得ト難モ本邦ノ如キニアリテハ資金共通ノ実未タ挙ラサルヲ以テ中央銀行金利引上カ之ニ対シテ効果少ナキノミナラズ（後略）」²³

しかし1912年4月の支店長会議では、高橋が当初から関係していた日仏銀行設立の動き²⁴を踏まえて次のように大きく変化した。

「外国トノ資本共通ノ道モ次第二開通サレ近頃ニ至リテハ日仏銀行設立ノ計画モ追々進行ノ模様ナル趣ナレバ其ノ実行ノ暁ニハ資本共通ノ道ヲ一層拡張スルノ結果トナルベケレバ我金融上ニモ相当ノ影響ヲ与フルコト、ナランモ其ノ実行時日影響

²³ 日本銀行「再正貨維持上ノ事ニ付上申」（1908年）、『正貨政策（明治39年～大正6年）』所収。

²⁴ 日仏銀行については、波形昭一『日本植民地金融政策史の研究』、早稲田大学出版部、1985年、第2章第4節、参照。

等ニツキテハ今日ニ於テ未ダ判然セズ」²⁵

そしてこうした認識は 12 年夏頃には更に深まっている。

「外資ノ輸入ハ断然之ヲ避ケントイフガ如キ經濟共通ノ今日ニ於テ十分ナシ得ベキ所ニアラズ經濟共通ノ圈内ニ於テ資本ハ利子高く信用アル処ニ流入スルハ当然ノコトニシテ現ニ今春來公債ノ自然ニ外国ニ売行キタルモノ約千万円ニ上レルヲ以テモ見ルベキナリ」²⁶

このような認識を媒介とする「現実」は、高橋の外資導入による工業化路線と安定的低金利政策とを根底から支えていた。高橋は、ロンドンにおける各国の活発な鉄道関係有価証券の発行²⁷を背景に自信をもって次のように言う。

「海外金融市場ノ事情ヲ考察スルニ我ガ財政ノ信用ニシテ今後モ引続キ確實ニ維持セラル、ニ於テハ鉄道公債ノ如キ生産的募債ハ年々所要ノ金額ヲ分割募集スルコト敢テ難シトセザルノミナラズ之ガ為募債上我ニ不利益ヲ來ス憂アルコトナシ」²⁸

このように、たとえ第一大戦直前の時期であっても国際資本市場の動向をうまくキャッチできれば、日本の外資導入による工業化政策も活路があるというのが、日本初の国際金融家、高橋是清の経済論であった。

おわりに

明治末から大正初めにかけて正貨問題は焦眉の課題として議論された。明治末には、募債論に代わり非募債論が主流となったように、高橋是清に代表される外債・外資の選択的肯定論（楽観論的日本経済論）は次第に追い込まれていったと考えるべきかもしれない。しかし、当時、最も理念的にゲームの理論を展開していた、例えば『東京経済雑誌』もまた追い詰められていたことには留意が必要であろう。同誌の外債・外債問題を整理すると表 3 のようになる。

1911(大正元)年 11 月 9 日号の社説「正貨準備欠乏の杞憂」にはその孤立がよく表れている。ここでは高橋らの外資導入論を表舞台から追い落とし、非募債の方向を推進した山本達雄、松方正義らを取り上げ、今や朝野の政治家はいずれも「消極的の方針」をとるようになったが、日銀正貨準備の補充方法如何と問われたら「殆ど迷はざるものなかるべし」と、次のように述べる。

²⁵ 日本銀行「明治 45 年 4 月支店長会議ニ於ケル總裁演説要領」、『支店長会議書類(明治 44 年春季～大正 5 年秋季)』所収。

²⁶ 日本銀行「正貨準備維持ニ就キ積極、消極敦レノ主義ニ抛ラントスル哉ニ関シ政府ノ方針内示方上申案」(1912 年)、前掲『正貨政策』所収。

²⁷ 例えば 1910 年と 11 年の主要証券をみると以下の通りである。

1910 年 6 月インド半島鉄道証券(約 250 万ポンド)、11 月ボーナス・ユリーズ西部鉄道株(200 万ポンド、ニュージーランド)、1911 年 2 月グラント・トラック鉄道永久社債(4 分利、75 万ポンド)、モギアナ鉄道会社第一抵当債(5 分利、250 万ポンド)、3 月のロンドン電気鉄道優先株(125 万ポンド)、4 月のブラジル鉄道第一抵当債(185 万ポンド)、11 月のソロカパナ鉄道債(200 万ポンド、ブラジル)、カナダ北オンタリオ鉄道債(700 万ポンド)等々である。以上については「昨年中の英国金融界」『銀行通信録』第 305 号、明治 44 年 3 月 15 日、「昨年中の倫敦金融界」『銀行通信録』第 317 号、明治 45 年 3 月 20 日を参照。

²⁸ 日本銀行「第二号案」、『明治 44 年 8 月正貨事項会議覚書』所収。

表3 『東京経済雑誌』外資・外債関係記事（明治38年～大正3年）

	タイトル	M/T	月	日	号
	正貨流出に関する杞憂を排す	38	10	7	1306
彙報	各国の公債比較	38	10	14	1307
	再び正貨流出に関する杞憂を排す	38	10	28	1309
末延道成	内外資本の共通	38	11	18	1312
乗竹孝太郎	政府の在外資金	39	5	20	1316
成瀬正恭	外資の前途	38	12	23	1317
中村桂次郎	外資輸入の頓挫	39	6	2	1319
溝淵實吉	対外債務の利払	39	3	31	1330
社説	外資輸入に対する政府の干渉	39	8	18	1350
社説	横浜市外債募集の成功	39	8	18	1350
雑録	外資輸入競争問題	39	8	18	1350
雑録	外債担保の効果	39	8	25	1351
鶴城生	外資の輸入幾何ぞや	39	9	1	1352
溝淵實吉	外資の話	39	10	6	1357
社説	日本の金貨資力	40	5	4	1386
社説	欧米各国の正貨所有高	40	5	4	1386
溝淵實吉	正貨の流失憂ふるに足らず	41	2	29	1428
社説	公債の海外輸出	41	9	26	1458
吉川孝秀	外資輸入の形態を論ず	42	3	20	1482
彙報	都市と外債募集	42	5	22	1491
社説	内外債の結果	42	5	29	1492
川村直成	外債の募集	42	5	29	1492
社説	外債の高利と内債の低利	42	6	5	1493
彙報	公債海外売行高	42	6	12	1494
彙報	各国の国債額	42	8	14	1503
社説	外債借換	43	4	30	1540
社説	外債を以て内債を償還するの結果如何	42	5	7	1542
莊田秋村	外資輸入の影響	43	5	21	1543
溝淵實吉	対外債務と財政的信用	43	5	28	1544
溝淵實吉	非外金借入論	43	6	11	1546
時報	倫敦投資の旺盛	43	5	28	1544
時報	倫敦外債下落事情	43	5	28	1544
社説	在外正貨補填の徒勞	44	7	15	1603
社説	外債利払と在外正貨	44	10	21	1617
社説	突飛なる兌換停止論	44	12	16	1625
社説	在外正貨の害	45	2	17	1634
社説	外資輸入の結果	45	4	6	1641
社説	外資輸入の弊	45	4	20	1643
小林丑三郎	在外正貨の保持	45	1	6	1628
社説	正貨準備補足難の杞憂	1	8	10	1659
日銀某当局者	在外正貨の性質	1	10	5	1667
社説	日本銀行員の弁明を読む	1	10	12	1668
社説	正貨準備欠乏の杞憂(第一)	1	11	9	1672
社説	正貨準備欠乏の杞憂(第二)	1	11	16	1673
時報	在外公債騰貴事情	1	7	24	1661
時報	在外日本公債下落	2	3	15	1689
社説	本邦在外公債の下落	2	3	22	1690
時報	昨年欧州公債相場の変動	2	3	29	1691
社説	外債募集と輸出入の均衡	2	4	12	1693
社説	欧州市場に於ける有価証券の近況	2	4	19	1694
社説	高橋蔵相の不心得を戒む	2	4	26	1695
社説	仏貨公債二億法と朝鮮公債三千万円との募集	2	5	3	1696
社説	在外正貨減尽に関する杞憂	2	10	11	1719
社説	外債利子支払に関する杞憂を解く	2	11	1	1722
社説	日銀の正貨準備維持に関する杞憂を解く	2	11	8	1723
社説	正貨問題に関する謬論	2	11	29	1726
社説	在外正貨問題	3	1	31	1734
雑報	今後の正貨政策如何	3	5	23	1750
社説	正貨問題の誤謬を解く	3	6	27	1755
森貞二郎	外債万能主義の謬見	3	7	25	1759
雑纂	倫敦に於ける日露の負債(上)	3	7	25	1759
社説	在外正貨を発表せよ	3	8	1	1760
雑報	内外公債の暴落	3	8	1	1760
雑纂	倫敦に於ける日露の負債(下)	3	8	8	1761
社説	戦時の正貨問題に関し朝野の誤解を正す(第一)	3	9	12	1766
社説	戦時の正貨問題に関し朝野の誤解を正す(第二)	3	9	19	1767
社説	国庫及び日銀は幾何の正貨を有する耶	3	10	3	1769

「山本蔵相は財政緊縮を主張する在朝の政治家にして、行政整理も、財政整理も、将た師団増設反対も、西園寺首相と共に、其の中心を占むる者なるが如し、然れども之と同時に、山本蔵相は添田興銀総裁をして日仏銀行を設立せしめ、仏国の外資を輸入し、之を以て在外正貨を補充せんと企図するものなり、松方侯爵は、財政緊縮の必要と、外債不募集とを西園寺内閣に勧告せる元老なりと雖、横浜正金銀行の為替保護（日銀をして年利二分にて、正銀に対し外国為替手形を再割引せしむるは、正貨吸収の目的を以て、侯の設定した所なり）を廃止する迄の勇氣なきのみならず、正貨準備補充の為には、外資輸入をも辞せざるべし、井上侯爵が外債募集に反対せらるゝは、主として外債増加する時は、其の利子を支払ふ為に、正貨の流出し、正貨準備の減少して、兌換制度の破壊せんことを憂ふるに在るものゝ如し」

「社説」などで幾度も正貨流出・欠乏の「杞憂を排す」が論じられていることも、支持者が広がらないことを示している。当然ながら、外資導入肯定論の立場から「杞憂を排す」わけではない。その全く逆であって、兌換券さえ収縮すれば、物価は下落し、貿易収支は黒字化する、という議論を一貫して展開している。そのロジックは、1905(明治 38)年 10 月 7 日号の「正貨流出に関する杞憂を排す」から 1914(大正 3)年 6 月 27 日号の社説「正貨問題の誤謬を解く」まで全く変わらない。

正貨危機が深刻化するにもかかわらず、高橋に代表される募債論に決定的な代替ができないという状況のなかで、第一次大戦を迎えるのであった。

2011 年 5 月 5 日 立教大学
2011 年度社会経済史学会全国大会
パネル ディスカッション

国債累増と国債制度・市場

—第一次大戦後の高橋是清—

司会

神山恒雄（明治学院大学）

趣旨説明 佐藤政則（麗澤大学）

第 1 報告

「第一次大戦後の国債発行・流通市場の変容と制度改革」 永廣 顕（甲南大学）

第 2 報告

「1920 年代における減債基金と国債価格」 武田 勝（中央大学）

第 3 報告

「1920 年代における日本の対外信用」 岸田 真（日本大学）

コメント

邊 英治（横浜国立大学）

伊藤正直（東京大学）

趣旨説明

佐藤政則

本パネルでは、第一次大戦後の内国債大量発行の起点となった 1917 年に着目し、大量発行とその累増が、国債発行市場と流通市場をどのように変化させ、逆に発行市場や流通市場の在り方がどのように大量発行を制約したのかについて、国内外からの検討とともに、政策的に重要な関与をしてきた高橋是清に代表される経済論の考察を重ねて検討する。これを通じて、戦前日本における国債の大量発行と国内外の金融・資本市場の変容との相互関係を検討するという課題に寄与したい。

第一次大戦中から戦後にかけては、いわゆる「積極政策」が展開され、臨時軍事費や政

府事業費などの財政支出が拡大し、その財源の大部分は国債の新規発行の増加によってまかなわれた。また、国債の償還期限が短期化し、必然的に借換発行の増加をもたらすことになった。その結果、国債残高は累増した。このように国債残高が累増する一方で、市中銀行の預貸率が急速に高まり、市中金利が上昇したことから、国債の発行利回りは急上昇し、国債価格は大幅に下落した。国債の発行市場においては、国債価格の大幅な下落により新規発行を公募に依存することが困難となり、中産階級以下の貯蓄奨励と零細資金の吸収を図る国債の民衆化政策が実施され、新たな発行方法として郵便局売出が開始された。また、内国債の新規・借換発行と日露戦時に発行された外国債の借換発行を円滑にし、国債保有が増加しつつあった市中金融機関の国債価格の変動リスクを軽減するためには、内外市場において国債価格の安定化が不可欠であったことから、積極的な国債償還や金解禁とともに、国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格形成・公示機能の向上と国債価格の安定化を図る国債流通市場の制度改革、具体的には株式取引所内における国債市場の開設等が実施された。

他方で大戦時に巨額の正貨を獲得した日本は、大戦ブームの崩壊と関東大震災の発生によって国際収支が急速に悪化し、1923年までに「在外正貨」の大半を費消し、ふたたび外債発行・外資導入の必要性に直面した。しかし、1924年に英米で発行した政府外債の発行条件（利回り）は7%近くになるなど、英米市場における起債条件は悪化し、政府にとって、対外信用の回復は重要な問題として認識された。

第一報告（永廣頭）では、こうした第一次大戦後の国債政策の推移を分析し、国債政策における国債発行・流通市場の変容と制度改革の位置づけを明確にするとともに、各政策主体の制度設計に関する考え方の特徴を考察しながら、問題を検討していく。その際、第一次大戦後の原敬内閣で大蔵大臣を務めた高橋是清の**政策思想**が、国債発行・流通市場の変容と制度改革にどのように反映されていたのかについても考察していきたい。

第二報告（武田勝）では、国債大量発行と累増が可能になった重要な要因として減債基金に着目する。すなわち減債基金の活用（買入消却）によって国債の価格維持が図られていた実態を解明し、1920年代の特徴が一方での国債管理の市場化、他方での統制強化という二重性にあったことについて高橋是清の認識を踏まえながら検討したい。

第三報告（岸田真）では、まず第一次世界大戦後の英国・米国の国際金融市場における日本政府外債の市場価格のデータを収集し、英国・米国債や他国の公債と比較を通じての日本の対外信用の変動とその要因について分析を行う。その上で、対外信用の維持にむけた政府の対応について、その根本的な対策とされた金解禁政策のみならず、市場からの外債買い入れを含めた市場対策も視野に入れて検討し、再建金本位制下における財政政策と金融政策について再検討したい。

第4章 第一次大戦後の国債発行・流通市場の変容と制度改革¹

永廣 顕²

はじめに

本稿の課題は、第一次大戦後の日本における国債発行・流通市場の変容と制度改革の制度形成過程を解明することにある。この場合、第一次大戦中から戦後にかけての国債政策の変化と、制度設計をめぐる政策主体間の論議を踏まえつつ問題を検討することにした。

第一次大戦後の国債政策に関する研究については、次のような問題点を指摘できるであろう。第1に、国債政策における発行、消化、流通および償還の各側面は互いに密接に関連していると考えられるが、第一次大戦中から戦後にかけての国債の発行、消化および償還政策の変化と国債発行・流通市場の変容と制度改革がどのように関連していたのかについて十分に検討されていない。第2に、国債発行・流通市場の制度改革に際しては、政策当局である大蔵省と日銀の政策対応、市場運営者である株式取引所、市場仲介者である取引所仲買人、国債保有者である市中金融機関などの政策要求が相互に関連して新たな制度が形成されることが考えられるが、制度設計をめぐる政策主体間の論議について明らかになっているとはいえない。

そこで、本稿では、第一次大戦中から戦後にかけての国債政策の推移を分析し、国債政策における国債発行・流通市場の制度改革の位置づけを明確にするとともに、各政策主体の制度設計に関する考え方の特徴を考察しながら、課題について検討する。その際、第一次大戦後の原敬内閣で大蔵大臣を務めた高橋是清の政策思想がどのように反映されていたのかについても考察していくことにしたい。

1. 国債残高の累増

第一次大戦中から戦後にかけては、大戦参戦とその後の大陸出兵にみられる軍備の拡張と、国内および植民地における鉄道、通信などの諸事業の整備・拡充という、いわゆる「積極政策」が展開され、臨時軍事費や政府事業費などの財政支出が拡大した。その財源の大部分は国債の増発によってまかなわれ、国債の新規発行額は、1916年度の991万円から20年度には4億4,854万円と急増した（表1）。

また、第一次大戦前に発行された内国債は償還期限を55～60年とする五分利公債が中心であったが、16年度から償還期限を5～7年とする五分利国庫債券、翌17年度から償還期限を5年以内とする臨時国庫証券の発行が開始され、これらの内国債残高に占める割合は、14年度末の3.0%から18年度末には42.5%に急上昇した³。こうした新規債の償還期限の短期化は必然的に借換債の増発をもたらすことになり、国債の借換発行額は、16年度の6,000万円から20年度には4億6,082万円と急増した（表1）。その結果、国債残高は、16年度末の24億6,770万円から20年度末には37億7,726万円にまで達した（表1）。

¹ 本稿は、永廣〔2011〕をもとに、2011年5月5日に開催された社会経済史学会第80回全国大会パネル・ディスカッションのテーマ『国債累増と国債制度・市場—第一次大戦後の高橋是清—』について考察を行ったものである。

² 甲南大学経済学部教授（E-mail: ehiro@konan-u.ac.jp）

³ 大蔵省昭和財政史編集室〔1954〕19～20頁。

表1 国債の発行・償還額と年度末残高

(単位:千円)

年度	発 行 額		償 還 額		年度末残高
	新規発行	借換発行	基金償還	借換償還	
1914	107	29,289	62,724	44,423	2,506,371
1915	7,032	30,000	24,864	29,304	2,489,234
1916	9,916	60,000	39,306	52,142	2,467,701
1917	241,429	51,524	24,101	37,813	2,698,741
1918	381,256	50,000	28,210	50,011	3,051,776
1919	275,555	326,290	441	375,508	3,277,872
1920	448,545	460,824	332	409,646	3,777,263
1921	360,565	377,746	65,730	372,729	4,077,115
1922	250,820	583,306	843	568,504	4,341,895
1923	121,857	943,402	44,195	633,005	4,729,955
1924	317,075	718,406	45,513	856,911	4,863,013
1925	157,492	443,200	60,342	404,187	4,999,176
1926	213,589	323,999	66,583	298,415	5,171,766
1927	367,716	374,761	93,224	423,153	5,397,866
1928	458,451	230,660	31,344	224,401	5,831,261
1929	193,543	365,399	101,863	324,883	5,959,457
1930	109,609	420,460	156,847	376,862	5,995,816
1931	212,667	244,915	56,397	169,345	6,187,657

資料：大蔵省 [1953]

さらに、軍備拡張の財源を捻出するために、国債償還資金の国債整理基金特別会計への繰入れについては、1918年度まで5,000万円であった繰入額を、19年度は3,000万円に減額し、20年度から23年度までの4年間は全部停止とすることが決定された。こうした国債償還資金の繰入れの減額・停止にともない、「証券価格の低落を防止する点に於ても、亦大に効力を有すべき」⁴国債償還方法であった証券買入消却が、18年度の2,800万円から、19年度は28万円、20年度には12万円と著しく減退した（表2）。

表2 償還方法別国債償還額

(単位:千円)

年度	抽選償還	全部償還	証券買入消却	年賦償還	合 計
1914	20,067	39,052	47,812	215	107,147
1915	—	7,957	45,996	215	54,168
1916	—	—	91,233	215	91,449
1917	—	29,999	31,699	215	61,914
1918	—	50,000	28,005	215	78,221
1919	—	375,252	281	215	375,749
1920	—	409,638	123	215	409,977
1921	—	372,730	65,514	215	438,460
1922	—	568,504	843	—	569,347
1923	19,890	633,006	24,304	—	677,200
1924	—	638,002	264,422	—	902,424
1925	—	413,950	50,579	—	464,529
1926	10,749	298,415	55,833	—	364,998
1927	50,262	428,230	37,884	—	516,378
1928	—	225,018	30,728	—	255,746
1929	—	330,467	100,279	—	430,746
1930	—	236,451	297,257	—	533,710
1931	1,538	172,994	51,210	—	225,742

資料：大蔵省 [1953]

このように、第一次大戦中から戦後にかけて、国債残高が累増し、償還政策が消極的となる一方で、民間資金需要の増加を受けて市中銀行の預貸率が急速に高まり（表3）、市中金利が上昇した（表4）ことから、内国債の発行利回りは急上昇し⁵、国債価格は大幅に下落した。東京株式取引所の甲号五分利公債の年平均価格をみると、1916年の96.23円をピークに20年には84.06円にまで下落したのである（表5）。

2. 国債の民衆化政策

国債の発行方法については、新規債の場合、1917年度から19年度までは大部分が公募であった（表6）。だが、国債価格の大幅な下落により新規債の発行方法の大部分を公募に

⁴ 大蔵省 [1936] 459 頁。

⁵ 五分利国庫債券の発行利回りは、1916年度は5.48%であったが、20年度には最高で6.99%にまで上昇した（大蔵省 [1953] 64～65 頁）。

依存することは困難となり⁶、他方で物価の騰貴が懸念されていた。これに対し、中産階級以下の貯蓄奨励と零細資金の吸収を図る国債の民衆化政策が実施され⁷、1919年度から小

表3 普通銀行の預金・貸出金・保有有価証券の年末残高

(単位:千円)

年末	預 金	貸出金		保有有価証券		うち国債	
1914	1,519,760	1,730,985	[113.9%]	265,295	[17.5%]	153,356	[10.1%]
1915	1,699,566	1,744,638	[102.7%]	328,378	[19.3%]	189,670	[11.2%]
1916	2,256,831	2,271,032	[100.6%]	421,243	[18.7%]	203,566	[9.0%]
1917	3,233,913	3,053,974	[94.4%]	561,884	[17.4%]	286,414	[8.9%]
1918	4,639,314	4,235,633	[91.3%]	835,766	[18.0%]	400,601	[8.6%]
1919	5,744,096	5,831,591	[101.5%]	847,978	[14.8%]	411,237	[7.2%]
1920	5,826,526	5,979,979	[102.6%]	1,085,063	[18.6%]	593,942	[10.2%]
1921	6,444,836	6,367,468	[98.8%]	1,499,937	[23.3%]	841,723	[13.1%]
1922	7,801,459	7,966,216	[102.1%]	1,746,034	[22.4%]	909,543	[11.7%]
1923	7,805,265	8,150,752	[104.4%]	1,746,423	[22.4%]	918,901	[11.8%]
1924	8,093,167	8,430,782	[104.2%]	1,880,466	[23.2%]	967,244	[12.0%]
1925	8,726,775	9,012,447	[103.3%]	2,051,251	[23.5%]	982,783	[11.3%]
1926	9,178,802	9,385,789	[102.3%]	2,158,366	[23.5%]	972,298	[10.6%]
1927	9,027,897	8,388,629	[92.9%]	2,591,382	[28.7%]	1,101,525	[12.2%]
1928	9,330,796	7,941,286	[85.1%]	3,283,553	[35.2%]	1,487,262	[15.9%]
1929	9,292,294	7,612,850	[81.9%]	3,323,334	[35.8%]	1,438,256	[15.5%]
1930	8,738,289	7,163,361	[82.0%]	3,127,129	[35.8%]	1,313,358	[15.0%]
1931	8,269,036	6,897,340	[83.4%]	2,928,861	[35.4%]	1,145,554	[13.9%]

備考: 1. 朝鮮に本店がある銀行を含まない。

2. 国債には短期証券を含む。

3. 括弧内は、預金に対する貸出金・保有有価証券(国債)の割合。

資料: 日本銀行調査局 [1933]

表4 市中金利の推移

(単位:銭、%)

年次	コール・レート(日歩)		割引手形(日歩)		不動産抵当貸出 (利率)
	最 高	最 低	最 高	最 低	
1914	2.70	0.70	3.20	1.55	7.50
1915	2.00	0.30	3.20	0.75	7.70
1916	2.00	0.40	2.90	0.80	7.40
1917	1.70	0.40	3.00	0.70	7.00
1918	2.10	0.50	3.00	1.40	7.00
1919	3.30	0.60	3.20	1.50	7.00
1920	3.30	0.60	4.00	1.50	7.60
1921	3.20	0.50	4.00	1.10	7.80
1922	3.00	1.00	4.00	1.30	7.80
1923	3.10	1.10	4.00	1.65	7.80
1924	2.70	1.10	3.60	1.80	7.80
1925	2.35	1.15	3.60	1.55	7.80
1926	2.10	1.55	3.20	1.70	7.70
1927	1.60	0.70	3.40	1.07	7.60
1928	1.70	0.60	3.30	0.80	7.40
1929	1.60	0.65	3.20	0.80	7.20
1930	1.60	0.80	3.20	0.85	7.20
1931	2.50	1.60	3.30	1.00	7.20

備考: 1. コール・レートは東京・無条件物、出手レート。

2. 割引手形は東京銀行集会所社員銀行金利。

3. 不動産抵当貸出は日本勧業銀行の田畑に対する貸付利率の最高。

資料: 大蔵省理財局 [1932]

表5 内国債相場の推移

(単位:円)

年	最 高	最 低	平 均
1914	93.70	84.40	90.72
1915	98.30	86.60	92.21
1916	100.00	93.00	96.23
1917	97.75	94.10	95.85
1918	97.00	90.50	94.23
1919	93.30	86.80	90.93
1920	89.60	80.70	84.06
1921	88.10	83.35	84.96
1922	88.00	81.00	84.94
1923	89.00	85.00	87.17
1924	88.50	85.00	86.56
1925	90.00	87.75	88.63
1926	90.45	87.30	88.51
1927	93.75	88.60	90.33
1928	98.00	89.30	94.36
1929	96.30	90.10	92.99
1930	92.75	85.30	91.22
1931	98.45	85.80	92.59

備考: 東京株式取引所における甲号五分利公債の相場。

資料: 東京証券取引所 [1970]

⁶ 「公債社債募集難」、東京銀行集会所 [1920a]。

⁷ 「国債民衆化」、東京銀行集会所 [1919c]、「国債の民衆化」、大阪銀行集会所 [1921]。

額面の国債が発行される⁸とともに、新たな発行方法として郵便局売出⁹が開始された¹⁰。こうした国債の民衆化政策の目的は、当時の高橋蔵相が明らかにしているように、国債の安定消化と過剰消費の抑制による物価調節にあったと考えられる¹¹。

表6 発行方法別国債新規発行額

年度	公 募	郵便局売出	預金部引受	鉄道共済組合引受	日本銀行引受	その他	合 計
1914	—	—	—	—	—	—	—
1915	—	—	—	—	—	—	—
1916	—	—	—	—	—	—	—
1917	33,480	—	3,000	—	—	—	36,480
1918	101,999	—	1,200	—	—	4,000	107,199
1919	211,999	—	—	—	—	—	211,999
1920	199,986	70,000	29,013	—	—	6,207	305,208
1921	181,712	63,000	35,000	—	50,000	20,258	349,971
1922	121,877	50,000	—	—	—	12,084	183,961
1923	11,430	40,000	24,181	3,500	—	—	79,111
1924	115,570	40,000	130,000	4,500	—	—	290,070
1925	—	60,000	—	—	—	30,000	90,000
1926	—	40,000	40,000	—	—	17,000	97,000
1927	60,000	—	122,000	—	—	—	182,000
1928	70,000	—	78,560	2,500	—	—	151,060
1929	—	—	161,900	—	—	—	161,900
1930	—	—	59,571	5,000	—	—	64,571
1931	—	—	191,279	—	—	—	191,279

備考：歳出の財源となる公債のみ。

資料：大蔵省 [1953]

高橋蔵相は、国債の民衆化政策による国債の安定消化については、1919年4月23日の関西銀行大会で、「此の公債といふものを国民一般の投資の目的物たらしめるといふ事は将来の国策上頗る緊要な事ではないかと思ひます。即ち国民が貯蓄をする其の貯蓄力を保持する為に公債を普及せしむるといふ事は将来の国策上緊要な事であるといふ事は今回の欧州戦争に於て列国の経験したる所に徴するも明かで何うしても其国の公債に対して国民が進んで自分の貯蓄を投ずるといふ様な状態になつて居なければならぬのであります。故に今後は政府に於きまして公債募集の方法或は公債を民間に消化する所の方策といふ様な事に就ては深重の考慮を遂げ又金融界の諸君の御意見をも承りたい、さうして実地の経験に依る所の知識を廣く集めて此点に対して遺憾の無い様に致したいといふ考を持つて居ります。故に諸君に於きましても如何にして此公債といふものを今日より以上に民衆化する手段があるかといふ事に就ては深く御講究を願ひたいと思ひます」¹²、翌20年4月22日の全国手形交換所組合銀行連合会で、「政府は其の公債計画を樹つるに当りましては公債発行額、市場の吸収力、公債の性質並公債発行の方法等に付て慎重の考慮を費し我金融の状態に適合せしめ且財政の運用を誤ることなきを期して居るのであります我が投資力を表示する国民貯蓄力の年増加額は達観上二十億円を下らざるものと見て誤りなからうと思ひます而して此内公債消化能力は一割前後と見て差支へなからうと考えるのでありまして政府は

⁸ 額面金額が100円、500円、1,000円、5,000円、10,000円の国債に加えて、25円、50円の国債が新たに発行された（「小額面臨時国庫証券発行」、東京銀行集会所 [1919c]、青木 [1925]）。もっとも、当時の労働者階級や俸給生活者の所得水準では小額面であっても国債の買入れは容易でないとの指摘もあった（「公債市場の改善」、東京銀行集会所 [1919e]）。

⁹ 大蔵省 [1936] 344頁。

¹⁰ 富田 [1925]。1919年度は、連合国への財政援助を目的として発行された臨時国庫証券の郵便局売出であった。1920年度からは、歳出の財源となった五分利国庫債券の郵便局売出が開始された（大蔵省 [1953] 64～65頁）。

¹¹ 伊藤 [1985] は、この時期の国債発行が、副次的機能としてではあるが、「金融市場の調節」「兌換券縮小」「物価騰貴抑制」政策としての側面を有していたことを重視している。

¹² 「高橋大蔵大臣の財政経済演説」、大阪銀行集会所 [1919]。

此公債消化力の範囲に於て公債計画を樹てゝ居るのであります而も一面預金部に於て一箇年少なくとも参千万円乃至五千万円位は公債に放資するの力がありますから實際市場に向つて公募する額は約一億四千万円を以て足るものと考へるのであります」、「是等の公債を募集するに当りまして其の時期条件に付特に慎重講究し金融市場の緩急宜しきを制するは勿論でありますと同時に努めて公債の民衆化と云ふことに意を用ゐる考へであります」¹³と述べていた¹⁴。

また、国債の民衆化政策による過剰消費の抑制による物価調節については、1919年7月の論稿で、「苟も物価騰貴ノ事実存在シ之カ為ニ国民生活ノ安定ヲ脅カスモノアルカ如キハ実ニ憂慮スヘキ事態ナルヲ以テ政府ハ夙ニ国民ノ濫費ヲ戒メ投機的信用ノ防止ニ努ムルト共ニ特ニ民間ニ於ケル余裕金ノ如キハ其物資ニ対スル不生産的需要ヲ増進スルモノナルニ鑑ミ之カ吸収ヲ図ルニ最モ意ヲ致シ以テ一面物価ノ抑制ニ資スルト共ニ他面之ニ依リテ国民ヲシテ恒産有ラシメ他日反動的時期ニ処スルノ準備タラシメムコトヲ期シ之カ為ニ各種ノ施設ヲ実行シタリ即チ現内閣成立以來此方針ニ基キ特ニ国民貯蓄ノ奨励ニ努力シ又民間資金吸収ノ為各種ノ国債ヲ發行シ而シテ之カ実行ニ當リテハ所謂国債ノ民衆化ノ趣旨ヲ以テ公債ノ募集元利払其ノ他ノ取扱ニ付キ各地郵便局ヲ利用スルノ途ヲ開キ以テ其ノ実効ヲ挙クルニ遺憾ナキヲ期シタリ」¹⁵と記していたのである。

3. 国債流通市場の問題点

国債流通市場は、取引所市場と店頭市場に大別される。第一次大戦後の国債流通市場における国債取引の大部分は店頭市場で行われていたとみられる¹⁶が、取引所市場は、取引所での大量取引により公正な価格形成を行い、標準価格である「公定相場」を公示する¹⁷という価格形成・公示機能の面で重要な役割を果たすと認識されていたと考えられる。取引所市場の価格形成・公示機能について、当時の河合良成・東京株式取引所理事は、1922年

3月17日の全国経済調査機関連合会東京支部で、「結局のところへ詰めて行きますと公定

相場を作る所であると云ふことが取引所の独特の作用でなくてはならぬと私は思ふ、而して取引所が公共機関たる所以も此処に存する、此のコーテーションは金融界に種々の影響を持つて居る」、「権威ある公定相場を取引所が金融界に発表して行くから銀行其の他が貸付をやるとか、売るとか、買ふとかと云ふ場合即ちマネーといふものがこれに向つて動いて行く場合に其の標準をコーテーションに求めるのである、即ち金融界と公定相場といふ

¹³ 「全国交換所連合晩餐会演説」、東京銀行集会所 [1920b]。高橋は、1920年1月22日の第42回帝国議会衆議院本会議でも、「来年度ノ募債計画ノ実行ニ付イテモ、政府ハ金融市場ノ情勢ニ鑑ミ、緩急宜キヲ制シ、努メテ公債ヲ民衆化セシムルコトヲ期シテ居ルノデアリマス」と述べていた（『第四十二回帝国議会衆議院議事速記録 第三号』）。

¹⁴ 第一次大戦時には、ドイツとイギリスが国債消化策の1つとして国債の民衆化政策を実施していた（日本銀行調査局、「欧州大戦時の交戦主要国公債政策」、甲南大学図書館蔵）が、当時の日本政府は、第一次大戦時の主要交戦国が巨額の戦費を調達することができたのは主として国債の民衆化にあると認めていた（「国債民衆化計画」、東京銀行集会所 [1919b]）。もっとも、イギリスにおける国債民衆化の成功は、国債価格が下落しても額面価額で小額国債を買い上げることを政府が公約した結果であるとの指摘もあった（「小額公債発行要点」、東京銀行集会所 [1919d]）。

¹⁵ 高橋是清、「物価調節ト金利政策トニ付テノ私見」、東京大学経済学部図書館蔵。

¹⁶ 島田 [1932] 111頁。

¹⁷ 長満 [1933] 16～19頁。

ものゝ関係は説明するまでもなく密接なるものであると云ふことになる」¹⁸と述べていた。

だが、国債残高の累増に対し、この時期の取引所市場での国債取引は低迷していた¹⁹。東京株式取引所での内国債の現物取引高は、1917年の5,438万円をピークに19年には442万円と著しく減退し、内国債の年度末残高に対する割合は、17年の3.9%から19年には0.2%にまで低下していた（表7）。国債の取引所取引が低迷していた原因としては、株式への投機熱の影響を受けて国債への需要が減退していたことが指摘される²⁰とともに、（1）取引所市場の価格形成機能が低下したため、国債の公定相場は一部の取引所仲買人の見込みにより相場表に登録された不正確なものとなり、取引所市場の価格公示機能が低下している、（2）「暗商内」²¹とも呼ばれた店頭市場においては、取引所市場の公定相場を標準価格とすることになっている²²が、取引所市場の価格公示機能が低下したため、公定相場ではなく各現物店が勝手に作成した無標準の相場表を基準に国債取引が行われているという国債流通市場の制度上の問題点が指摘されていた²³。

こうした国債流通市場の制度上の問題点に対し、取引所仲買人や市中銀行は、国債流通市場の整備が必要であると認識していたとみられる。

表7 内国債の取引所取引高

年	取引所取引		実物取引 (現物取引)		長期清算取引 (定期取引)		内国債 年度末残高
							(単位:千円)
1914	4,392	[0.4%]	4,392	[0.4%]	—	—	991,531
1915	41,777	[4.0%]	41,777	[4.0%]	—	—	1,028,091
1916	45,656	[4.1%]	45,656	[4.1%]	—	—	1,097,494
1917	54,381	[3.9%]	54,381	[3.9%]	—	—	1,359,957
1918	31,894	[1.8%]	31,894	[1.8%]	—	—	1,740,638
1919	4,421	[0.2%]	4,421	[0.2%]	—	—	1,966,734
1920	32,067	[1.3%]	32,067	[1.3%]	—	—	2,352,875
1921	245,280	[9.0%]	245,280	[9.0%]	—	—	2,718,100
1922	161,678	[5.4%]	161,678	[5.4%]	—	—	2,983,339
1923	136,466	[4.3%]	136,466	[4.3%]	—	—	3,108,562
1924	178,770	[5.3%]	178,770	[5.3%]	—	—	3,356,238
1925	282,891	[8.0%]	250,121	[7.1%]	32,770	[0.9%]	3,519,864
1926	320,549	[8.6%]	193,679	[5.2%]	126,870	[3.4%]	3,710,576
1927	551,687	[13.9%]	436,237	[11.0%]	115,450	[2.9%]	3,944,473
1928	1,390,065	[31.7%]	973,340	[22.2%]	416,725	[9.5%]	4,379,965
1929	742,567	[16.4%]	435,762	[9.6%]	306,805	[6.7%]	4,512,608
1930	643,798	[14.3%]	372,878	[8.3%]	270,920	[6.0%]	4,476,792
1931	1,074,144	[22.7%]	316,174	[6.7%]	757,970	[16.0%]	4,715,078

備考：1. 1922年の取引所法改正により、現物取引は実物取引に、定期取引は長期清算取引に名称変更。

2. 東京株式取引所における取引高。

3. 括弧内は年度末残高に対する取引高の割合。

資料：東京証券取引所〔1970〕、大蔵省理財局〔1931〕。

取引所仲買人は、国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格形成・公示機能の向上を図る国債流通市場の整備を必要としていた。取引所市場の価格公示機能が低下したため、無標準の相場表を基準とする国債取引により、現物商の間で利益相反が生じるとともに、高値買い・安値売りとなった顧客に不利益をもたらしていた²⁴ことから、一部の取引所仲

¹⁸ 河合〔1922〕。

¹⁹ 前述のように国債償還資金の繰入れの減額・停止にともない証券買入消却が著しく減退したことも、国債の取引所取引が低迷した原因の1つと考えられる。

²⁰ 「公債騰貴の傾向」、山一合資会社〔1920a〕。

²¹ 調査局、「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料1837。

²² 太田垣〔1923〕102～104頁。

²³ 日本銀行調査局〔1916, 1932〕、「現物売買公市場新設計画」、山一合資会社〔1918〕、「我国商業銀行と公社債の関係に就て」、大阪野村銀行〔1921b〕、「国債の民衆化」、大阪銀行集会所〔1921〕、梅澤〔1925〕。

²⁴ 前掲、「現物売買公市場新設計画」。

買人（山一合資、山叶商会、紅葉屋商会、角丸商会など）は、株式取引所の上場銘柄の一部であった国債を株式取引所から分離し、株式取引所から独立した公設の国債取引機関を新設することを東京株式取引所に要求していた²⁵。

市中銀行、とくに国債保有が増加しつつあった普通銀行²⁶は、国債価格が大幅に下落していたために売買損・評価損を蒙るリスクが高まったことに加えて、国債の取引所取引が低迷して取引所市場の価格形成・公示機能が低下し、保有有価証券の中心であった国債（表3）の金融逼迫期の市場売却による資金化や²⁷金融緩和期の国債への積極的な資金運用が困難となっていた²⁸。このため、普通銀行は、国債の取引所取引を拡大して国債価格の安定化と銀行の資金調達・運用の円滑化を図る国債流通市場の整備を必要としていた。国債流通市場整備の必要性について、当時の菊本直次郎・三井銀行常務取締役は、1926年6月の論稿で、「我が邦証券市場が、斯くの如き堅実のものとなり、常に安定し、市価を崩さずして証券の売買が自由に出来ることゝなれば、証券の資金化と云ふことも困難でなくなり、銀行はその第二次支払準備として、遊金の一時的処分方法として、公債社債を持つことを喜んで盛んにするようになるであろう。そして現在銀行が変態的に背負込んで有価証券を所有すると云ふことはなくなり、銀行自身が自発的に証券を買ふことを希望して持つか、発行の際に売ることを自発的に控えて置いて、一層有利な時を見計らつて売ると云ふことをするやうになるであろう。私は然う云ふ日の一日も早く来ることを、特に銀行家として望んで已まぬ次第である」²⁹と記していた。

このように取引所仲買人や市中銀行が国債流通市場の整備の必要性を認識していた状況下で、大蔵省と日銀も、国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格形成・公示機能の向上、国債価格の安定化、銀行の資金調達・運用の円滑化を図る国債流通市場の整備が、国債流通市場の制度上の問題点を解消・軽減する対応策として有効であると認識するようになったと考えられる。

国債流通市場整備の有効性について、高橋蔵相は、1921年10月19日の国債市場関係者による懇談会で、「国債の如き国家の信用を基礎とせる証券に在りてすら之を売買すべき適當の機関備はざると公定相場の信頼すべきものなかりしが為め之を以て資金の調達をなさんにも甚しき困難を感じ且不利を忍ばざる可からざる状態なりき、然るに一度国債市場開設せられ諸君の手によりて組織的に国債の売買行なはるゝに及び他方裸相場の採用と相俟つて日々最も信頼するに足る市価が公表せらるゝことゝなり啻に之を売買せんとするものに多大の利便を与ふるに至れるのみならず銀行業者の如き国債担保の貸出を行ふもの其他直接市場に売買を行はざるも其業務が国債の市価に重大なる関係を有するものに於て信頼すべき市価を知り得るに至れる為め之によりて享受する便益頗る大なるものありたり」、「取引高の増加は市場の発達を語るものと見て大過なかるべく之によりて作らるゝ公定相

²⁵ 同上。

²⁶ 前述のように公募において新規債の大部分を国債引受シンジケート団が引き受けていた状況下で、普通銀行の内国債保有高は、1919年末の4億500万円から21年末には7億9,500万円と急増し、内国債残高に対する割合は19年末の20%から21年末には29%に急上昇している（大蔵省昭和財政史編集室 [1954] 22～24頁）。

²⁷ 普通銀行は日銀からの国債担保借入れによる資金調達も可能であったが、不正確な国債の公定相場を基準とした担保価格となっていることが指摘されていた（梅澤 [1925]）。

²⁸ 菊本 [1926]。

²⁹ 同上。

場も其取引高の増加すればする程一層確實性を帯ぶることとなる」、「従来僅に現物業者の発行する気配表によりて国債市価を知り得たる時代に在りては其高低の中も大きく更に局外より気配表に基づきて注文を発する場合多額の売買にあらざるも尚多くは数拾銭時に壹圓の値開きを以て漸く之を実現するを得たる始末なりしに国債市場開設以来は日々少なくとも拾萬円圓外多きときは数壱百萬圓の取引あるに拘らず日々の相場の変動が著しく小巾となりたる」³⁰と述べていた。

また、日銀は、1920年8月18日の国債市場開設に関する会合の散会后に、「国債及社債類ノ売買ヲ円滑ニシ其価格ノ安定ヲ期スルコトノ肝要ナルハ今更多言ヲ要セザル所ナルガ、其発行額ノ如キ、内国債ノミニテ既ニ二十億円ノ巨額ニ上リ、之ニ外国債、地方債及社債ヲ合スルトキハ其額三十七億圓余ニ達ス。然ルニモ拘ラズ国債及社債ハ他ノ株式ト異ナリ、価格ノ騰落著シカラザルヲ以テ、動モスレバ市場ニ於テ閉却セラレ、取引従テ甚ダ振ハズ。現今ニ於テモ定期取引市場及直取引市場ニ於テ国債ノ売買ヲ為シ得レドモ、實際ニ於テハ其取引殆ンド皆無ニシテ、国債ノ相場ハ単ニ一部仲買人ノ見込ニ拠リテ相場表ニ現ハルハ有様ナレバ、国債ノ所有者ハ売買共ニ非常ナル不便ヲ感ジ又其相場ニ就キテモ標準不明ナル為メ不利益ヲ蒙ルコト多シ。是第一、国債ノ所有者ニ取リテ不利益ナルノミナラズ其ノ発行者タル国家ニ取リテモ亦甚シキ不利益ナリトス。而シテ更ニ金融業者トシテ之ヲ考フルモ、元来国債ハ絶大ナル国家ノ信用ヲ基礎トシテ発行セラレタルモノナレバ今次ノ財界反動期ニ於テ遭遇シタルガ如キ金融逼迫ノ時期ニ際シテモ尚容易ニ市場ノ最低歩合ヲ以テ資金ノ調達ヲ為スニ適シ、平素ヨリ銀行ノ非常準備トシテ大ニ歡迎セラルベキ筈ナルニ、従来兎角其機能ヲ發揮スルコト不十分ナルノ嫌アリシハ、一二其取引ノ円滑ヲ欠キシガ為メニシテ、之ニ因リテ受クル財界ノ不利益間亦甚大ナリト謂フベキナリ」³¹との新聞発表を行っていたのである。

こうした認識に加えて、大蔵省は、国債の民衆化政策の観点からも国債流通市場の整備に積極的であった³²。国債の取引所取引が低迷して取引所市場の価格形成・公示機能が低下し、国債投資家、とくに小額投資家の国債の換金売りによる資金化は著しく困難であった。また、小額投資家は、日銀への国債時価売却による資金化が可能であったが、煩雑な手続きと多大な日数を必要としたうえに、国債の公定相場が不正確であり、国債価格が大幅に下落している状況下での時価売却は売却側の損失を意味していたことから、常に不利な状況におかれていた³³。したがって、国債民衆化を実現するためにも、国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格形成・公示機能の向上と国債価格の安定化を図る国債流通市場の整備が必要とされたのである。また、国債民衆化政策の観点から国債流通市場を整備する必要性について、高橋蔵相は、「公債市場は専ら日本銀行と当局の計画にして其趣旨は公債民衆化の一助たらしめんとするにあり蓋し現今の公債取引機関は頗る不備にして取引所の一部に公債現物取引の組織ありと雖も公債は他の株式類と異り相場の変移少きが故に値鞘を目的とする相場師の取引物に適せず殆ど有名無実の状態にして相場も釘付の儘なるを例とす而して一般の公債売買は寧ろ公債株式現物店にて行わるゝも市場の如き普遍的

³⁰ 「高橋蔵相の国債宣伝演説」、大阪銀行集会所 [1921]。

³¹ 日本銀行資料係、『大正九年八月国債市場開設ニ関スル書類』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 1833。

³² 前掲、「国債民衆化計画」、前掲、「公債市場の改善」。

³³ 前掲、「公債市場の改善」。

に大取引の行われざるが故に一時に多額の売買注文を消化し難く少しく纏まりたる注文あるときは忽ち相場に変動を生じて注文者の不利益を誘起し公債取引の円滑乃至は公債民衆化の支障となる事少からず之を以て有効なる公債市場を設けて公債売買の円滑と売買に依る相場の激変を防ぎて一般の公債取引に便じ公債民衆化となす所以なるを以て政府は其趣旨に賛成を表わしたる次第なり」、「勤儉貯蓄の美風を養成せん事切望に堪えざるが此方策として公債の民衆化は最も緊要事なるべし蓋し公債は利廻り好き貯蓄にして其支払期日前と雖も売渡によりて必要なる資金を得る途あり唯其売買機関の不備なる為売買に円滑を欠き或は相場の低落して不利を招く事あるが如きは一般に公債放資を好まざる所以なれば其売買を円滑にし且何時之を売払うも為に相場の変動を誘起する事なき公債の大消化市場を設くるには公債民衆化の最も必要なる条件なるべく今回の公債市場の如きは此意味に於ける効果少からざるべしと信ず」との談話を発表していた³⁴。

一方、日銀は、公開市場操作による金融政策の実現という観点からも国債流通市場の整備が必要であると認識していた。公開市場操作実施の観点から国債流通市場を整備する必要性について、当時の井上準之助・日銀総裁は、1919年4月22日の全国手形交換所組合銀行連合会で、「銀行の準備金又は遊資を確実に且敏速に回収の出来る様に市場を発達せしめんと致しますには今少しく公債及債券市場を拡大しなければならないことと考へます御承知の如く現状を申しますと公債市場の取引は誠に狭少で又同時に不便であります又倫敦市場に行はれます如く公債によつて金融業者が相互に便利に資金の融通を計るといふこともございませぬ従つて日本には公債担保で市場から資金を吸集し又公債担保によりて市場に遊資を出すも誠に不円滑であります夫れ故中央銀行としましても英国などに行はるる如く公債によつて市場に資金を放出し又公債によつて市場から資金を吸収することが敏活に行はれ難いのであります」³⁵と述べていたのである。

4. 1920年の国債市場開設

国債流通市場の整備に関する検討作業は1919年に入り大蔵省で開始されたとみられる³⁶。同年、大蔵省は、「逐年国債発行高ノ増大ハ国債市価ノ維持、流通力ノ増進ヲ益々急務トスルニ至レル」³⁷との認識のもとで、取引所市場における国債の取引振興策として「国債証券売買増進計画ノ要領」を作成し、日銀に回示した³⁸。その主な内容は、(1) 日銀は興銀、有力市中銀行、有力現物商、勸業債券月報社などの国債売買を支援する、(2) これらの機関の国債売買価格は日銀と協議して統一を図る、(3) これらの機関が買い入れた国債の手許保有高が特定売買資金の2分の1を超過する場合や国債の手許保有高では買入れの申込みに対応できない場合、日銀はこれらの機関からの申込みに応じて国債売買を行う、(4) 計画を円滑に実行するために必要な場合、大蔵省預金部と国債整理基金特別会計は日銀の要求に応じて国債売買を行うというもので、日銀が取引所市場で国債を直接売買することにより、取引所市場の価格形成・公示機能の向上と国債価格の安定化を図る取引振興策であった。

³⁴ 『中外商業新報』1919年10月26日。

³⁵ 「全国交換所連合会」、東京銀行集会所 [1919b]。

³⁶ 「公債活用拡張計画」、東京銀行集会所 [1919a]。

³⁷ 日本銀行審査部 [1991] 1200頁。

³⁸ 同上、1200～1204頁。

これに対し、日銀は、国債価格の安定化を目的とした取引所市場での国債の直接売買には消極的であり、市場参加者による自由な国債取引の拡大が必要であると判断し、「本行自ラ直接国債売買ヲ行フハ国債市場ノ発達ヲ阻害スルノ虞アルヲ以テ、寧ロ一方国債市場ノ確立ヲ計ルト共ニ本行トシテハ右国債売買ニ付出来得ル限り銀行其ノ他証券業者ニ便宜ヲ与フル程度ニ止メ積極的ニ之カ取扱ヲナスヲ避ケ度」³⁹旨を大蔵省に答申した。この答申で日銀は、「政府及日本銀行ハ公債市場ヲ支配シ適当ナル価格ヲ維持スルニ努ムルタメニハ銀行証券現物商ノタメニ便宜ヲ図ルハ当然ナレトモ日本銀行直接売買業ヲ営ミ証券現物商ノ抵抗シ難キ競争者トナリテ公債市場自然ノ発達ノ萌芽ヲ折ルハ最モ不可ナリ」、「然ニ拙ツク手ヲ著ケ売物ニ売物ト嵩ミタル場合引取ル能ハサルカ引取ルニ無理ナル手段ヲ弄セサルヲ得サルヤウノコトアリテハ却テ公債市価ノ下落ヲ来シ又ハ他ノ弊害ヲ醸ス虞アルヲ以テ先ツ余程豊富ナル資金ヲ擁スルニアラサレハ寧ロ之ヲ企テサルヲ可トス」、「ヨシ豊富ナル資金ヲ擁スルトスルモ虚々実々所謂生キ馬ノ眼ヲ抜ク証券現物商等對手ノ仕事ナレハ相場ヲ定ムルコト及實際取引ヲナス上ニ於テ其人ヲ得サレハ必ス彼等ノ乗スル所トナラン現今ノ日本銀行ニ於テハ斯ル方面ニ訓練ノ機会ナキヲ以テ容易ニ適材ヲ得難ク此点ヨリスルモ大仕掛ノ公債売買援助ハ余程慎重ナル考慮ヲ要スヘシ」、「公債売買ニ就テハ實際上ノ必要ニ応シ銀行業者証券現物商ニ対シ出来得ル丈ノ便宜ヲ与ヘ例之或銀行カ必要ニ迫リ売又ハ買ヲ欲スルトキ之ニ応スルトカ或現物商カ買注文ニ接シタレ共市場ニ品物ナクシテ困難スルトカ言フ場合ニ売買ノ求メニ応スル程度ニ止ムル方可ナラン然ラサレハ現物商等ノ策略ニテ折角安定セル公債所有者ヲ動カシ却テ害アルヲ致スヘシ」⁴⁰と説明していた⁴¹。

もっとも、大蔵省も、前述のように国債の償還政策が消極的となる過程で、国債価格の安定化を図るためには、国債償還資金の証券買入償却よりも、取引所市場での市場参加者による自由な国債取引の拡大が第一義であると認識するようになった。取引所市場での国債取引のあり方について、高橋蔵相は、国債償還資金繰入れの全部停止についての審議が行われた1920年7月23日の第43回帝国議会貴族院委員会で、「今日ノ日本ニ於テハ安心スベキ公債ノ市価ト云フモノガ何所ニアルカ分ラヌヤウナ状態デアル、此今日ノ如キ時機ハ必ズ公債ノ確實ナル、国民ノ信賴シ得ベキトコロノ市価ト云フモノガ日々付カナケレバナラス、而シテ其市価ニ依ッテ或高マデハ買ハウトモ売ラウトモ余リ市価ノ変動ガ無ク自由ニ売買ガ出来ルト云フ市場ガ茲ニ成立タナケレバナラス、是ガ先ヅ第一ノ要件デアリマス、ソレカラ今一ツハ、即チ公債ノ需要ヲ是ハ無理ニ喚起スルノデハナイ」⁴²と述べていたのである⁴³。

³⁹ 同上、1204頁。

⁴⁰ 同上、1204～1206頁。

⁴¹ 日銀は、国債民衆化政策に関しては、小額投資家の国債の換金売りによる資金化に否定的であったとみられる。この答申で日銀は、「小口売買ノコトハ公債政策ヨリハ寧ロ社会政策ノ見地ヨリ考フルヲ要ス郵便局利用勸業月報社利用可ナリサレト此ノ方ハ売ヲ専門トシテ買ハ取扱ハサル方可ナラン中産以下ノ階級ヨリ言ヘハ成ルヘク買ヒ易ク売リニクシ置ク方勤儉貯蓄奨励ノ趣旨ニ適スヘシ」と説明していた（同上、1206頁）。

⁴² 『第四十三回帝国議会貴族院国債償還資金ノ繰入ヲ為サルコトニ関スル法律案外十二件特別委員会議事速記録第二号』。

⁴³ 高橋は、後に国債償還資金繰入れの一部停止についての審議が行われた1932年6月7日の第62回帝国議会衆議院委員会でも、「政府ガ新ニ公債ヲ発行スル、若クハ公債ノ借換ヲスルト云フ時分ニハ、其発行ノ価格ヲ成バク良クスル為ニ、一時市場カラ公債ヲ買上ゲルト云フ風ニ主ニ用ヒラレテ居ッタ、公債ヲ市

その後、大蔵省、日銀、東京株式取引所、取引所仲買人、日本興業銀行を中心とする市中銀行などの間で協議が行われ、東京株式取引所内においては1920年9月20日、大阪株式取引所内においては同年10月1日に国債市場が開設された。以下、国債市場開設の具体的内容について考察する。

第1に、株式取引所の上場銘柄の一部であった国債を株式取引所から分離し、株式取引所内に新たに国債市場が開設された。もっとも、前述のように一部の取引所仲買人が要求していた株式取引所から独立した公設の国債取引機関の新設については、取引所法の改正が必要であったことから株式取引所が反対し、実現されなかった⁴⁴。

第2に、前述のように普通銀行を中心に市中金融機関の国債保有が増加しつつあったことから、店頭市場での取引が多かったといわれる市中金融機関の同業者間での国債取引⁴⁵を取引所市場に集中させるため、取引所市場で国債取引を行う国債仲買人を新設し、証券会社や現物商などの当時の取引所仲買人（株式仲買人）に加えて、「国債市場開設ノ趣旨国債取引ノ円滑及市場集中ニ在ルガ為メ債券類ヲ最モ多額ニ手持スル銀行、信託会社等金融機関ノ後援ナクシテハ到底所期ノ目的ヲ達シ得ザルニ鑑ミ取引員中ニ之等金融機関ヲ包含セシメ」⁴⁶、東京の国債市場においては、専業国債仲買人15名、兼業国債仲買人31名が国債仲買人⁴⁷として認可され⁴⁸、市中金融機関からは、興銀、朝銀、台銀、神田銀行、小池銀行、帝国商業銀行、東京渡辺銀行、日本信託銀行、早川ビルブローカー銀行、藤本ビルブローカー銀行、日米信託会社などが国債仲買人に選定された⁴⁹。

第3に、当時使用されていた含相場（裸相場に経過利子を加算した金額）⁵⁰には利回りを比較する際に取引価格から経過利子を差引く必要が生じるなどの不便があったことに対応し、国債市場での取引価格は裸相場による金額とし、経過利子は別に計算して授受するとされた⁵¹。

第4に、日銀は、前述のように取引所市場での国債の直接売買には消極的であったが、東

場カラ買上ゲルト云フコトニ付テハ、之ニ伴フ弊害モアル、従来政府デハ其方法ニ付テハ大ニ苦心ヲシテ、色々試ミタノデアリマスルガ、唯一時其時値ガ上ルニ過ギナイ、借換ヲ了ルカ、発行ヲ了レバ、又公債ノ値ガ下ル、斯ウ云フ訳デアッテ、減債基金ト云フモノハ、本當ニ其用ヲ為シテ居ラヌト云フ嫌ガアル」と述べている（『第六十二回帝国議会衆議院昭和七年法律第一号中改正法律案（満州事件ニ関スル経費支弁ノ為公債発行ニ関スル件）（政府提出）外四件委員会議録 第二回』）。

⁴⁴ 杉野[1925]。

⁴⁵ 石塚[1958]94頁。

⁴⁶ 日本銀行（調査局）[1932]。

⁴⁷ 1919年12月24日の東京株式取引所の定時株主総会において国債仲買人の新設に関する定款変更が決議され、翌20年2月4日に農商務大臣に認可された（東京株式取引所[1928]89～90頁）。大阪の国債市場においては、1920年12月23日の大阪株式取引所の定時株主総会で国債仲買人の設置に関する定款変更が決議され、翌21年2月8日に農商務大臣に認可された。（大阪株式取引所[1928]401頁）。

⁴⁸ 「国債市場開始」、山一合資会社[1920c]。

⁴⁹ 日本銀行（調査局）[1932]。国債仲買人の選定については、「仲買人に信用ある銀行業者を加入する点に於て頗る進歩の跡なしとせず」という評価もあった（「市場革新の一段階」、山一合資会社[1920b]）。もっとも、特殊銀行であった興銀、朝銀、台銀を除くと、国債仲買人に選定された銀行の多くは、第一次大戦期に現物商が創設した銀行（靄見[1989]）であった。日銀（とくに井上総裁）は有力市中銀行に対して国債仲買人としての役割を求めたが、躊躇する銀行が多かったといわれている（野村證券株式会社[1936]7頁）。

⁵⁰ 例えば、4月1日の甲号五分利公債の取引価格88.65円には、前の利払期日が前年12月1日の場合、前年12月1日から4月1日までの121日間の経過利子1.65円（年利5%）が含まれていることになる（太田垣[1923]69～70頁）。

⁵¹ 「国債取引と裸相場」、東京銀行集会所[1920c]。

京の国債市場開設と同時に国債売買の取次ぎを手数料無料で開始した⁵²。また、1920年10月25日から本店と大阪支店間における国債為替の取扱いを開始した。

第5に、大蔵省は、国債に関する制度改正を行い、1920年3月発行の臨時国庫証券から利払期が年4回に統一され⁵³、同年9月には額面金額が7種類に統一された⁵⁴。また、翌21年からは、(1)「現金または有価証券」であった政府に納付する競争入札に対する保証金、身元保証金、個別消費税や関税などの納税、砲兵工廠製品代金延納などの担保を「現金または国債に限定」する、(2)「現金のみ」であった財産公売の場合の加入保証金または契約保証金について「国債代用を開始」するなどの国債優遇策が実施された⁵⁵。これらは、大蔵省による国債民衆化の促進策でもあった⁵⁶。

5. 1925 年の国債長期清算取引開始

1920 年の国債市場開設に際して国債仲買人は、制度上存在するだけで 1913 年以降は事実上休止の状態となっていた国債の定期取引について、3 週間 3 制限の取引期限を 2 ヶ月 3 制限に制度改正することを要求していた⁵⁷。これに対し、大蔵省と日銀は、取引期限の延長による投機的取引が不当に大きな国債価格の変動をもたらすことを懸念していた⁵⁸。また、22 年にも東京と大阪の国債仲買人組合が 2 ヶ月 3 制限への定期取引の制度改正を提案した⁵⁹が、大蔵省と日銀は賛成しなかった⁶⁰。大蔵省と日銀が制度改正に賛成しなかった背景には、22 年 8 月 18 日に閣議決定された物価調節策の一項目に「取引所並に場外の投機取引を厳重に取締ること」が掲げられていた⁶¹ように、投機的取引がもたらす物価騰貴の懸念があったと考えられる。

国債市場開設後、東京株式取引所での内国債の現物取引高は、1919 年の 442 万円から 21 年には 2 億 4,528 万円と急増し、内国債の年度末残高に対する割合は、19 年の 0.2%から

⁵² 大阪の国債市場では、1921 年 5 月 10 日から日銀大阪支店による国債売買の取次ぎが開始された（日本銀行審査部 [1991] 1220 頁）。

⁵³ 「国債政策改善」、東京銀行集会所 [1920c]。

⁵⁴ 「国債額面の統一」、大阪銀行集会所 [1920]。

⁵⁵ 「国債融通範囲拡張」、東京銀行集会所 [1921]。

⁵⁶ 富田 [1925]。また、1921 年 1 月から開始された入札売買についても、「今迄よりも一層便宜に売買する事が出来るし債券の民衆化の為に喜ぶべき事である」という評価があった（「入札売買開始」、大阪野村銀行 [1922]）。

⁵⁷ 杉野 [1925]。

⁵⁸ こうした大蔵省と日銀の懸念に対し、当時の郷誠之助・東京株式取引所理事長は、前述の 1921 年 10 月 19 日の国債市場関係者による懇談会で、「現今の国債市場の取引は余りに物々交換的で殆ど原始的である元来放資と投機とは同一物の裏表で投機を離れての放資は想像すること不可能である然るに政府当局多年の見解は放資を愛して投機を憎んだ日銀当局の如きは万々斯る僻見なかるべき筈なるも国債市場に投機分子を注入する事に対しては余程臆病なるが如く拝察する過当投機は固より不可なれど適当なる投機を交ゆるに非ざれば真正なる放資を完全に運用することは出来ない近來国債仲買人に加入せられたる

銀行家諸君の内には市場の真相を理解せらるゝに伴い国際市場に或程度迄の投機を必要とすることに覚醒せられたるは甚だ欣喜に堪えぬ政府日銀当局等に於ても努めて有価証券市場の真相に触れられ進んでは積極的に国債市場に対し尽策せられんことを希望する」と述べていた（『報知新聞』1921 年 10 月 22 日）。

⁵⁹ 1922 年 1 月の国債仲買人総会での土方久徴・元興銀総裁の提案が契機になったとみられる（梅澤 [1925]、吉川 [1925]）。

⁶⁰ 同上。また、1922 年 3 月 7 日に日銀大阪支店は、大阪国債市場仲買人組合が決議した 2 ヶ月 3 制限の定期取引の提案に対し、「敢て其ノ必要ヲ認メズ」と回答していた（日本銀行大阪支店、『自大正九年至大正十四年公債関係事項』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 7825）。

⁶¹ 「物価調節策決定」、東京銀行集会所 [1922c]。

21 年には 9.0%に急上昇した。だが、22 年以降は漸減し、24 年の実物取引（1922 年の取引所法改正により、現物取引から名称変更）高は 1 億 7,877 万円、年度末残高に対する割合は 5.3%であった（表 7）。また、国債取引が全く行われず、いわゆるバイカイ（同一の国債仲買人が同一の国債を同数量だけ同時に売り買いを場帳に登録すること）によって辛うじて公定相場が形成される場合もあり、公定相場の変動幅も大きかったとみられる⁶²。

国債の取引所取引が停滞した原因については、国債市場開設後も国債取引の大部分が店頭市場で行われていたことにあった⁶³。その理由としては、（1）受渡期日が一定せず顧客からの注文に応じるのが困難である、（2）国債取引員（1922 年の取引所法改正により国債仲買人から名称変更）の間で故意に高値買い・安値売りを行って売買の成立に妨害を加えるなどの悪意による取引妨害が頻発している、（3）国債取引員は取引所に対して売買手数料を負担しなければならない、（4）国債取引員にとっては公定相場が公開される取引所市場での取引よりも無標準の相場を基準とする店頭市場での取引の方が利益が大きいという取引所市場での実物取引にかかわる問題点が指摘されていた⁶⁴。

このように国債市場開設後も国債流通市場の制度上の問題点に改善がみられなかったことから、1925 年に入ると、「現制の実物取引以外別に長期清算取引を開始し、以て大量取引消化の便宜を与へ売買の円滑を計り、公正にして権威ある公定相場を構成する事を得ば、自然場外取引の大部分を市場内に誘導し得るのみならず、一般公社債取引当然の進展を助長する上に最も効果多かるべきを確信するに至る」⁶⁵り、取引期限を 2 ヶ月 3 限制とする国債の長期清算取引（1922 年の取引所法改正により、定期取引から名称変更）の開始を要求する、いわゆる「国債清算市場開設運動」が国債取引員を中心に展開されることになった。

こうした国債清算市場開設運動に対応し、当初は制度改正に賛成していなかった大蔵省と日銀も、国債長期清算取引の開始を決定するに至った。東京の国債市場では 1925 年 11 月 28 日、大阪の国債市場では翌 26 年 2 月 8 日から取引期限を 2 ヶ月 3 限制とする国債長期清算取引が開始された。上場銘柄は償還期限 3 年以上で発行額が 5,000 万円以上の国債とされた。

国債清算取引の開始について、大蔵省は、1925 年 9 月 29 日に作成した文書で、「国債市場ノ発達ハ国債ノ清算取引ニ負フ所大ナリ、大量取引ニ適スルコト、市価ノ公正ヲ図ルコト、金融ノ疏通ヲ滑カニスルコトノ三点ヨリ察スレハ此ノ制度ヲ採用スルヲ以テ当面ノ良策ナリトス」⁶⁶、日銀は、同年 9 月 16 日の文書で、「市場消化力ヲ増大シ国債ノ取引ヲ円滑ナラシメントセハ国債ニ対スル実需ノ外ニ投機取引ヲモ集中セシメ以テ自由ニ且大量ニ売買ノ出合ヲ付ケシムルコトヲ要スヘク之レカ為メニハ取引ノ決済ハ一定期ニ於テ之レヲ為シ又転売買戻ノ方法ニヨリテ必スシモ実物現金ノ受渡ヲ要セサル所謂清算市場ヲ設立セシムルヲ可トスヘキナリ」⁶⁷と記していた。

このように大蔵省と日銀が国債長期清算取引の開始を決定した理由としては、以下のことが考えられる。

⁶² 太田垣 [1924]、大阪株式取引所国債取引員組合 [1928] 1 頁。

⁶³ 現時点でこの時期の店頭市場における国債取引の統計資料は存在しないが、1924 年の店頭取引高は取引所取引高の約 3 倍であったといわれる（前掲、「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」）。

⁶⁴ 前掲、「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」、日本銀行（調査局）[1932]。

⁶⁵ 片岡 [1925]。

⁶⁶ 大蔵省理財局国債課、「国債長期清算取引ニ関スル件」、『昭和財政史資料 1-082-3』。

⁶⁷ 「調秘第一号」、同上所収。

第 1 に、国債市場開設後も国債の民衆化が進展していなかった⁶⁸。国債の郵便局売出の状況についてみると、発行額の約 50%が売残りとなっていた（表 8）。したがって、大蔵省は、国債民衆化を促進するためには、国債長期清算取引の開始による国債の取引所取引のさらなる拡大が必要であると認識していたとみられる⁶⁹。上記の文書で大蔵省は、国債長期清算取引による効果の 1 つに、「国債消化力ノ増大、証券放資ノ民衆化ハ延テ証券業ノ発達ヲ促進スル結果国債ノ発行ヲ容易ナラシメ」⁷⁰の点を挙げていた。

表8 郵便局売出国債の発行額と売上高

(単位:千円)

年度	発行額	売上高	発行額に対する 売上高の割合(%)
1919	60,000	44,189	73.6%
1920	70,000	39,604	56.5%
1921	63,000	29,625	47.0%
1922	50,000	28,948	57.8%
1923	40,000	19,065	47.6%
1924	70,000	41,758	59.6%
1925	60,000	29,914	49.8%
1926	40,000	18,977	47.4%

備考：臨時国庫証券、借換債を含む。

資料：大蔵省理財局国債課 [1932]、大蔵省 [1953]。

第 2 に、国債市場開設後も、国債の取引所取引が停滞する一方で、市中銀行の預貸率は依然として高く（表 3）、市中金利も高止まりの状況にあった（表 4）ことから、国債価格が低迷していた（表 5）。国債価格の低迷により、前述のように国債保有が増加しつつあった普通銀行においては売買損・評価損を蒙るリスクがさらに高まったため、1922 年 4 月 7 日に全国手形交換所連合会は、「我国債の信用を維持し市価の恢復を図らん」⁷¹として、国債の新規発行抑制と国債償還資金の繰入れ再開を建議した。これに対応して、1923 年度から国債償還資金の繰入れが再開され、証券買入消却も増加した（表 2）が、国債価格は回復しなかった（表 5）。したがって、大蔵省と日銀は、国債価格の安定化を図るためには、国債償還資金の証券買入償却よりも、国債長期清算取引を開始し、取引所市場での市場参加者による自由な国債取引をさらに拡大することが重視された。取引所市場での国債取引のあり方や取引の拡大効果について、上記の文書の中で大蔵省は、「実物市場ニ於ケルカ如ク少額ノ買付ヲ以テ市場相場ヲ釣り上げ得ル如キハ国債市場ノ狭少ヲ意味シ寧ロ之ニ依リ公正ナル国債市価ノ形成ヲ案スモノト謂ハサル可ラス故ニ市場ノ拡大力減債基金ノ利用ニ依ル国債相場繰縦ニ不便ナルノ理由ヲ以テ長期清算取引ノ開設ニ反対スルハ之亦明ニ不条理ナリト謂ハサル可ラス」、「長期清算取引ノ隆盛ヲ見ルニ至ラハ、市場金利ト公社債相場利回トノ関係自然ニ密接ヲ加ヘ証券金融ノ円滑ヲ来シテ市場遊資ノ運用ヲ便ニシ延テ著シ

⁶⁸ 「債券取引の円滑」、大阪野村銀行 [1921a]、「公債の民衆化に付て」、東京銀行集会所 [1922a]。当時の国債取引員であった神田銀行の神田鑑蔵は、1924 年 5 月 18 日の東京銀行集会所における国債市場関係者懇和会例会で、「公債の在 high の統計を見ますと、誠に公債脳充血、どうも日本銀行若くはシンジケート銀行とか普通銀行とかに余りに多い而して民衆化して居りませぬ。故に民衆化を如何にするか、如何にして国民に之を消化せしむるか云ふことは、蓋し仲買人諸君の大なる力を藉らなければならぬと思います」と述べていた（神田 [1924]）。また、前述のように国債民衆化の促進が期待された入札売買も不振であったとみられる（太田垣 [1924]）。

⁶⁹ 岡田 [1925]。

⁷⁰ 前掲、「国債長期清算取引ニ関スル件」。

⁷¹ 「手形交換所連合大会」、東京銀行集会所 [1922b]。

ク金融市場ト国債市場トノ接近ヲ来シ金融調節及公債相場ノ上ニ良好ナル影響ヲ及ホスニ至ルヘシ」⁷²、上記の文書の中で日銀は、「国債清算市場ヲ開設スルトキハ現在ノ実物市場ニ於ケルカ如ク少額ノ買付ヲ以テ相場ヲ吊上クル如キコトハ困難トナルヘキヲ以テ国債市価ノ維持ハ現在ヨリモ一層不便トナルニ至ルヘキ惧アレトモ少額ノ買付ニヨリテ相場ヲ左右スルコトヲ得ルカ如キ状態ハ国債市価ノ狭小ヲ意味スルモノニシテ国債市場ノ発達ニハ清算市場ノ開設ハ已ムヲ得サル所ナルヘシ」、「国債清算市場ノ開設ヲ見タル曉ニ於テハ銀行ハ此市場ヲ利用シテ遊資ノ処分並ニ資金調達ニ一層ノ便宜ヲ得ルコト、ナルヘキヲ以テ「コール」市場ト国債市場トハ一層密接ナル関係ヲ保持スルニ至ルヘク又国債清算市場ニ於テハ掛繋即チ売繋買繋ノ方法ヲ許サルヘキヲ以テ国債ノ需給ハ一層円滑トナリ国債市価モ一層良好ニ調節セラル、ノ効果アルヘシ。サレハ国債清算市場ノ開設ハ現在市場ノ狭小ヨリ生スル弊害ヲ除シ且ツ金融市場トノ関係ヲ一層密接ナラシムルモノト云フコトヲ得ヘシ」⁷³と記していた⁷⁴。

第3に、大蔵省と日銀は、いずれも国債の長期清算取引による投機的取引の可能性は低いと判断していた。長期清算取引による投機的取引の可能性について、上記の文書で大蔵省は、「元来国債ソノモノカ株式等ト異リ思惑味少キノミナラスソノ思惑モ畢竟金利ノ思惑ニ帰着スヘキ以テ決シテ過度ノ投機ニ奔サルコトナク採算利廻リ狂ヘハ直チニ仕手関係出動スルモノ多クシテ恢復速ク売崩シ買煽リハ一時ニ過キス此ノ相反セル現象交錯シテ平調ヲ得ルコト、ナルヘク相場ハ度々変動スヘキモノノ激動ハ却テ現物取引ヨリハ之ヲ減スルコトヲ得ヘシ」⁷⁵、上記の文書で日銀は、「国債清算市場ノ開設ハ投機ヲ奨励シ国債市価ノ変動ヲ多カラシメ且ツ不当ナル相場ヲ出現セシムル惧アリ之ニ対シテハ適当ナル対策ヲ講スルコト素ヨリ必要ナルモ元来国債自体ハ投機ノ目的物トシテハ寧ロ妙味ニ乏シキモノナルヲ以テ財界ノ好況ナル際ニハ投機ハ主トシテ株式ニ赴キ又財界不況ノ際ニハ一般ノ投機力モ自ラ減退スヘキヲ以テ国債ニ対スル投機ノ弊害ハ差シテ甚シキモノニハアラサルヘシ」⁷⁶と記していた。

もっとも、日銀には投機的取引の可能性が低いのであれば長期清算取引は必要でないと認識もあり、長期清算取引の開始による国債の取引所取引の拡大効果について日銀は懐疑的であった。上記の文書で日銀は、「株式ニ在リテハ夫レ自体市価ノ変動ヲ生スヘキ種々ノ原因存スルヲ以テ其公正ナル相場ノ成立ニハ多クノ価値判断ノ競合ヲ要スヘク従ツテ幾多ノ思惑即チ投機ヲ集合スルコトヲ得ル清算取引市場ヲ必要トスヘシ。然ルニ我国現下ノ状態ニ於テハ国債其物ノ基礎ニハ何等ノ危険存在セサルカ故ニ其公定相場ノ決定ニハ本質上投機発生ノ余地少キヲ以テ此意味ニ於テハ国債ニハ強イテ清算取引市場ヲ開始セシムルニ必要ナキモノト云フ可キナリ」、「思惑市場トシテハ国債市場ハ到底株式市場ノ比ニ非

⁷² 前掲、「国債長期清算取引ニ関スル件」。

⁷³ 前掲、「調秘第一号」。

⁷⁴ 日銀は、1925年4月の文書でも、「清算市場ヲ開設スレハ実物市場ニ於ケルカ如ク少額ノ買付ヲ以テ相場ノ吊上ケヲ為スコトハ困難トナルヘキヲ以テ国債市価維持ニ関シ現在ヨリモ困難ヲ感スルニ至ルヘキ惧アレトモ少額ノ買付ニヨリテ相場ヲ左右スルコトヲ得ルカ如キ状態ハ市場トシテハ元来公正ナルモノニ非スシテ此点ハ寧ロ逆ニ清算市場開設ノ一理由トシテ数フヘキモノナリトモ言フコトヲ得ヘキヲ以テ国債ノ相場ヲ市場ノ実勢ニ任ス為メニ清算市場ノ開設ヲ為スコトヲ適当トスベク日本銀行トシテハ国債市価維持ニ関シテハ自己ノ立場ノ許ス範囲ニ於テノミ政府ヲ援助スレハ足ルヘシ」と記していた（前掲、「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」）。

⁷⁵ 前掲、「国債長期清算取引ニ関スル件」。

⁷⁶ 前掲、「調秘第一号」。

サルヘキヲ以テ前述ノ如ク投機師ノ国債ヲ思惑ニ利用スルモノハ左迄多カラサルヘク又現物売買ヲナサントスルモノハ依然市場外ノ売買ヲモナスヘキヲ以テ清算市場ヲ開設スルモ其取引ハ或ハ案外少ナキヤモ計ラレス国債ノ市場取引振興策トシテハ始メヨリ余リ多大ノ希望ヲ懸クル事ハ如何アルヘキカ」⁷⁷と記していたのである。

おわりに

以上で明らかになった諸事実について、本稿の冒頭で提示した論点との関連において整理しておく。

第1に、第一次大戦後の国債発行・流通市場の制度改革は、第一次大戦中から戦後にかけての国債の発行、消化および償還政策の変化に対応した施策であった。国債残高が累増し、償還政策が消極的となる一方で、国債価格の大幅な下落により国債の消化が困難となり、他方で物価の騰貴が懸念されていたことから、国債の安定消化と過剰消費の抑制による物価調節を目的として国債の民衆化政策が実施された。また、国債残高の累増に対し、国債の取引所取引が低迷していたことから、大蔵省、日銀、取引所仲買人、市中銀行の間で、国債の取引所取引を拡大することにより、取引所市場の価格形成・公示機能の向上、国債価格の安定化、銀行の資金調達・運用の円滑化を図る国債流通市場の整備が必要であると認識されるようになった。加えて、大蔵省は国債の民衆化政策、日銀は公開市場操作による金融政策の実現という観点からも、国債流通市場の整備が必要であると考えていた。このような制度形成過程においては、大蔵大臣としての高橋是清の国債市場・政策観が大きく関与していた。

第2に、国債流通市場の制度改革が展開する過程では、制度設計をめぐる論議の中心となった政策主体に変化がみられた。国債市場の開設については、国債民衆化政策の観点も踏まえて大蔵省が主導したのに対し、国債長期清算取引の開始については、国債市場開設時からの国債仲買人（国債取引員）の政策要求に大蔵省と日銀が対応した。

第3に、国債流通市場の制度設計についての考え方は、大蔵省と日銀で異同がみられた。日銀は、国債価格の安定化を目的とした取引所市場での国債の直接売買には消極的であり、市場参加者による自由な国債取引の拡大が必要であると判断していた。一方、大蔵省は、国債の償還政策が消極的となる過程で、国債価格の安定化を図るためには、国債償還資金の証券買入償却よりも、取引所市場での市場参加者による自由な国債取引の拡大が第一義であると認識するようになった。また、国債長期清算取引の開始に際して大蔵省と日銀は、いずれも国債の投機的取引の可能性は低いと判断していたが、長期清算取引の開始による国債の取引所取引の拡大効果について日銀は懐疑的であった。

<付記>

本稿を作成するにあたり、資料閲覧につき、日本銀行金融研究所アーカイブ、旧大蔵省財政史室、日本証券経済研究所証券図書館、東京大学経済学部図書館、東京大学法学部研究室図書室、東京大学社会科学研究所図書室、東京大学総合図書館、大阪市立大学学術情報センター、神戸大学社会科学系図書館の諸氏には、多大なるご配慮を賜った。末尾ながら記し、謝意を表したい。

⁷⁷ 同上。

参考文献

- 青木得三（大蔵省書記官）、「敢て国債投資を勧む」、『インヴェストメント』第1巻第5号、インヴェストメント社、1925年、25～28頁
- 石塚一正、『証券』、有斐閣、1958年
- 伊藤正直、「財政・金融構造」、大石嘉一郎編『日本帝国主義史Ⅰ』、東京大学出版会、1985年、71～111頁
- 梅澤慎六（前日本銀行調査課長）、「国債の長期清算取引」、『取引所研究』第1巻第4号、取引所研究社、1925年、87～91頁
- 永廣 顕、「第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革」、『金融研究』第30巻第2号、日本銀行金融研究所、2011年、1～27頁
- 大蔵省、『明治大正財政史』第11巻、財政経済学会、1936年
- 、『明治大正財政史』第12巻、財政経済学会、1937年
- 、『財政金融統計月報』第35号、大蔵財務協会、1953年
- 大蔵省昭和財政史編集室、『昭和財政史』第6巻、東洋経済新報社、1954年
- 大蔵省理財局、『国債統計年報 昭和六年度』、大蔵省印刷局、1931年
- 、『昭和七年調 金融事項参考書』、内閣印刷局、1932年
- 大蔵省理財局国債課、『第六十四回帝国議会 国債参考書』、1932年、東京大学経済学部図書館蔵
- 大阪株式取引所、『大株五十年史』、大阪株式取引所、1928年
- 大阪株式取引所国債取引員組合、『国債市場取引は如何に利用すべきか』、1928年
- 大阪銀行集会所、『大阪銀行通信録』第261号、大阪銀行集会所、1919年
- 、『大阪銀行通信録』第277号、大阪銀行集会所、1920年
- 、『大阪銀行通信録』第290号、大阪銀行集会所、1921年
- 大阪野村銀行、『大阪野村銀行旬報』第10号、大阪野村銀行、1921年a
- 、『大阪野村銀行旬報』第25号、大阪野村銀行、1921年b
- 、『大阪野村銀行旬報』第35号、大阪野村銀行、1922年
- 太田垣士郎、『公社債放資の研究』、文雅堂、1923年
- 、「国債市場振興策」、『銀行研究』第6巻第1号、銀行研究社、1924年、141～155頁
- 岡田純夫、「国債長期清算取引に就て」、『商事研究』第5巻第5号、文雅堂、1925年、95～102頁
- 片岡音吾（大阪野村銀行重役）、「国債長期清算取引の開始」、『取引所研究』第1巻第6号、取引所研究社、1925年、49～59頁
- 河合良成（東京株式取引所理事）、「取引所と金融市場との関係」、『大阪銀行通信録』第297号、大阪銀行集会所、1922年、19～28頁
- 神田鐳藏、「国債市場の沿革」、国債市場関係者懇和会、『学窓より見たる国債市場』、国債市場関係者懇和会、1924年、31～44頁
- 菊本直次郎（三井銀行常務取締役）、「銀行と証券市場」、『インヴェストメント』第3巻第6号、インヴェストメント社、1926年、24～28頁
- 島田 茂、『公社債投資の智識』、内外社、1932年
- 杉野喜精（山一合資会社社長）、「国債清算取引の開始に就て」、『インヴェストメント』第2巻第5号、インヴェストメント社、1925年、31～39頁

靄見誠良、「証券財閥」、渋谷隆一・加藤 隆・岡田和喜編『地方財閥の展開と銀行』、日本評論社、1989年、471～522頁

東京株式取引所、『東京株式取引所五十年史』、東京株式取引所、1928年

東京銀行集会所、『銀行通信録』第67巻402号、東京銀行集会所、1919年 a

——、『銀行通信録』第67巻403号、東京銀行集会所、1919年 b

——、『銀行通信録』第67巻405号、東京銀行集会所、1919年 c

——、『銀行通信録』第67巻408号、東京銀行集会所、1919年 d

——、『銀行通信録』第69巻412号、東京銀行集会所、1920年 a

——、『銀行通信録』第69巻415号、東京銀行集会所、1920年 b

——、『銀行通信録』第70巻420号、東京銀行集会所、1920年 c

——、『銀行通信録』第71巻423号、東京銀行集会所、1921年

——、『銀行通信録』第73巻437号、東京銀行集会所、1922年 a

——、『銀行通信録』第73巻438号、東京銀行集会所、1922年 b

——、『銀行通信録』第74巻442号、東京銀行集会所、1922年 c

東京証券取引所、『東京証券取引所20年史—規則 統計—』、東京証券取引所、1970年

富田勇太郎（大蔵省理財局長）、「債券民衆化の三大要件」、『インヴェストメント』第1巻第2号、インヴェストメント社、1925年、20～24頁

長満欽司（東京株式取引所常務理事）、『株式取引所の機構と機能』（経済知識普及会、『市場経済講座』第1巻）、春秋社、1933年

日本銀行審査部、『日本銀行沿革史』第2輯第3巻（2）、クレス出版、1991年

日本銀行調査局、『東京ニ於ケル株式市場ノ要綱』、日本銀行調査局、1916年

——、「東京株式取引所ノ概要」、日本銀行調査局、『日本金融史資料 昭和編』第30巻、大蔵省印刷局、1971年所収、1932年、479～552頁

——、『昭和七年 本邦経済統計』、日本銀行、1933年

野村證券株式会社、『野村證券 十周年追想記』、野村證券株式会社、1936年

山一合資会社、『山一合資会社旬報』第9号、山一合資会社旬報発行所、1918年

——、『山一合資会社旬報』第79号、山一合資会社旬報発行所、1920年 a

——、『山一合資会社旬報』第86号、山一合資会社旬報発行所、1920年 b

——、『山一合資会社旬報』第87号、山一合資会社旬報発行所、1920年 c

吉川良作、「国債の長期清算取引問題」、『調査彙報』第10号、安田保善社、1925年、78～87頁

第5章 1920年代における減債基金と国債価格¹

武田 勝²

はじめに

1920年代における減債基金をめぐるのは、原敬内閣において減債基金への繰入が停止され、加藤友三郎内閣で繰入の復活がおこなわれたことや、若槻禮次郎内閣において減債基金の繰入額の増額がおこなわれ、償還政策の強化が図られたことなどが明らかにされてきた。これらの論点は、大蔵省正史（『明治大正財政史』、『昭和財政史』など）に基づいているが、これまでの研究史においては、これ以上の論点が十分に明らかにされてきたとはいえない状況となっている。

そこで本稿では、1920年代における減債基金の多様な役割について、減債基金の運用にも関わった高橋是清の認識も踏まえながら検討するとともに、減債基金の実態について明らかにする。その上で、減債基金が政府にとっての一つの蓄積基金であるとする政府内部金融論³の視点から減債基金を捉えて、この時期の国債管理政策における減債基金の位置づけを検討する。

以上の課題を明らかにするために、まず1920年代における国債の発行状況を検討する（Ⅱ）。その後、1906年の国債整理基金特別会計設置をめぐる議論を整理した上で、1920年代における減債基金制度の変遷について考察する（Ⅲ）。その上で、1920年代における減債基金による国債買入れの実態を明らかにし（Ⅳ）、最後に、本稿の課題に照らしてまとめを行うこととする（Ⅴ）。

Ⅰ. 1920年代における国債発行

1. 1920年代前半の国債をめぐる環境

1916（大正5）年10月に成立した寺内正毅内閣とそれにつづく原敬内閣は、「積極財政」を展開し⁴、その財源として、大戦当初の非募債主義を放棄し⁵、国債が増発された。原内閣時の蔵相高橋是清は、元来、「生産的公債でありますれば、其の事業経営に依りまして自然に元利を償却することゝなりますので、此種の公債の増加は国の信用に関係することが極めて少ない」⁶と述べており、また、「銀行に長く遊金が存在する（中略）其の幣の生ぜざる以外に於て相当金融の調節手段を執ることを怠つてはならない。此点から云ふと鉄道資金なり、朝鮮の事業資金なり公債なり証券なりを発行して、此遊金を政府の事業に有

¹ 本稿は、2011年5月5日に立教大学で開催された社会経済史学会第80回全国大会におけるパネルディスカッション「国債累増と国債制度・市場—第一次大戦後の高橋是清」の第2報告としての報告をまとめたものである。報告および本稿の作成にあたっては、筆者のこれまでの既発表論文（武田勝（2003）、（2006）、（2010））に基づいていることをお断りしておく。

² 中央大学経済学部 take@tamacc.chuo-u.ac.jp

³ 政府内部金融論については、岩波一寛（1974）を参照。

⁴ この時期の財政・公債政策については、大蔵省財政史室編（1998）、513-519、549-555頁；伊藤正直（1985）を参照。

⁵ ただし、大隈内閣期においても、外国債償還のための内国債の発行は行われていた。この点については、齋藤壽彦（1974）を参照。

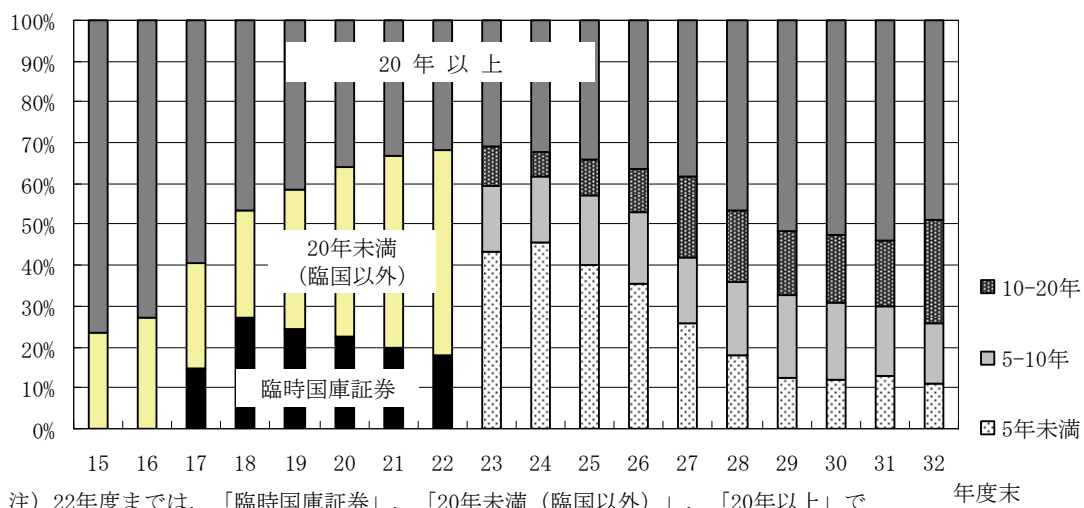
⁶ 「国債の整理と外資輸入」（1913（大正2）年5月2日、於第15回関西銀行大会懇親会）、高橋是清（1936a）、127頁。

効に収めて働かせるの手段を執らねばならぬ」⁷との考えをもっていた。寺内・原内閣期における国債の増発には、このような思想的背景が存在していたといえる⁸。

こうした寺内内閣以降の国債増発によって、1915（大正 4）年度末には 10 億 9749 万円であった内国債残高は、1921（大正 10）年度末には 27 億 1810 万円にまで増大した。この時期の特徴は、こうした国債残高の膨張に加えて、満期構成の短期化があげられる。

図 1 は内国債の残高を償還期限別に示したものである。これによれば、1917（大正 6）年度に寺内内閣が「積極財政」を展開し始めるまでは、20 年以上の超長期債のシェアが 70% 以上であったのに対して、寺内・原内閣期にかけて急激に短期化し、1922（大正 11）年度末には、20 年未満の国債のシェアが 70% 近くに達している。これは、この時期に発行された国債の大部分が 5 年未満という償還期限の短い国債であったことによる。その後、1926（大正 15・昭和元）年度までは高原状態が続き、1927（昭和 2）年度以降、満期構成は長期化傾向をもつが、寺内・原内閣による「積極財政」が展開される前のような長期化は達成されず、1930（昭和 5）年度末における 20 年以上の国債のシェアは約 50% であった。

図1 内国債の期限別構成



注) 22年度までは、「臨時国庫証券」、「20年未満(臨国以外)」、「20年以上」で図示し、それ以降は期限別に図示している。

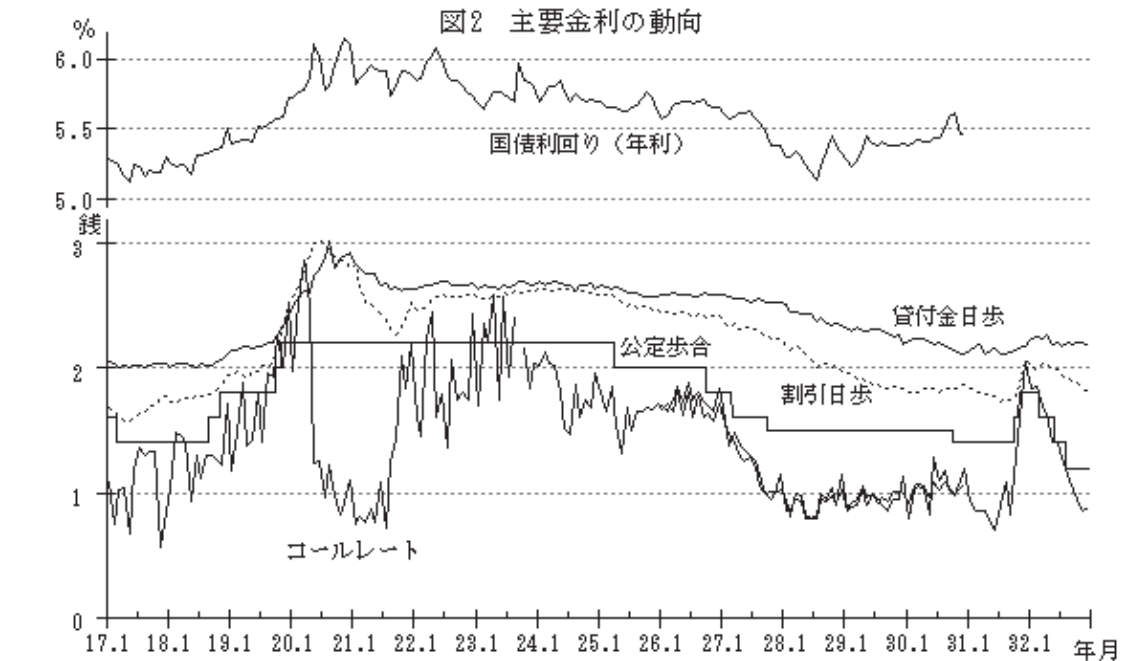
出所：大蔵省理財局編『国債統計年報』各年度版より作成。

以上のような国債の短期化と金融状況との関連を確認する。図 2 は主要金利の動向を示したものである。割引日歩、貸付日歩に代表される長期金利の動向を追跡すれば、1918（大正 7）年から 1920（大正 9）年にかけて急激に上昇し、その後多少低下するものの、1926（大正 15・昭和元）年頃までは高止まりしたまま推移し、金融恐慌後に低落していく。国

⁷ 「政府の誤まれる減債基金運用」（1915（大正 4）年 12 月），高橋是清（1936a），131-132 頁。

⁸ 伊藤正直（1985）は、こうした事業公債の発行と国内の過剰流動性吸収を目的として発行された臨時国庫証券の発行について、端緒的ではあるが財政政策と金融市場の連関が自覚されはじめたと評価している（98-99，104-105 頁）。なお、国内の過剰流動性吸収策としての臨時国庫証券発行政策を分析したものとして、一ノ瀬篤（1990）を参照。

債利回りについても、1920年代前半は高金利の時期であったことがわかる⁹。また、預貸率については、1918（大正7）年末で89.4%であったが、その後1920年末には101.3%に上昇し、1926（大正15・昭和元）年末まではほぼ100%を超えて推移し、1927（昭和2）年以降改善がみられ、1930（昭和5）年末には78.0%であった¹⁰。これらの事実を踏まえれば、1920（大正9）年にかけて金利が上昇していくなかで国債の短期化が起これ、金融が逼迫していた1920年代前半には、満期構成の短期化が固定化し、その後、金融環境の改善にともなう、国債の満期構成が長期化していく、という状況が確認できる。



備考：（1）公定歩合は商業手形割引歩合。
 （2）貸付金日歩、割引歩合は東京銀行集会所社員銀行金利。
 （3）コールレートは東京翌日払い月中平均（30年12月まで）、26年1月からは東京市場無条件もの。
 （4）国債利回りは、国債利子／甲号五分利公債平均相場。

出所：伊藤正直（1983），105頁。

原資料：大蔵省理財局編『金融事項参考書』各年度版；東洋経済新報社編『日本の景気変動』上巻，東洋経済新報社，1931年，第3編，73頁。

このような高橋の認識に対して、当時の野党である憲政会の浜口雄幸は、「近頃政府ハ無暗ニ短期公債ヲ発行致ス、此方針ヲ継続シテ行クト云フト、将来公債ノ整理上、重大ナル障碍ヲ遺スデアラウ、（中略）此公債ノ整理ト申シマスレバ、現金償還力、然ズンバ借換デナケレバナラス、今日ノ我国ノ財政状態ニ於テ折角出来テ居ッタ減債基金ノ繰入マデモ、態ハ停止ヲシナケレバ立行カナイト云フ、（中略）仮令一部分デモ現金ヲ以テ償還スルト云フコトハ、是ハ思モ寄ラヌ事、然ラバ、残ッタ方法トシテ如何ニシテモ之ヲ借換ヘ

⁹ 他方、コールレートは、とりわけ1920年代前半において、長期金利の動向と乖離した動きを示している。このような長短金利の乖離は、この時期における金融市場の歪みを端的に示している。この点については、伊藤正直（1983），103-105頁を参照。

¹⁰ 日本銀行統計局編（1966），198-201頁より算出。なお、計数は普通銀行ベース。

¹¹ 『第四十二回帝国議会衆議院予算委員会議録（速記）第六回』1920年1月30日。

ルト云フコトニシナケレバナラヌ」¹²と述べて、国債の借換えが今後の重要な課題であると認識していた。事実、1920年代は「借換の連鎖時代」と呼ばれることとなった¹³。

以上のように、1920年代前半はその前後の時期と比べて、高金利・金融逼迫のなかで国債の短期化が起こり、それが固定化していた点に特徴があった。1920年代前半における国債をめぐる環境は、決して良好とはいえなかったのである。

2. 1920年代における起債動向

そこで、この時期の起債動向について確認しておく。寺内内閣から原内閣における「積極財政」が国債の増発によっていたことは、新規財源債の起債動向を示した表1から確認できる。その後の増減は、当該期における憲政会（民政党）と政友会の消極・積極路線とほぼ軌を一にした動きを示している¹⁴。起債方法別にみれば、この時期の発行方法に大きな段階的变化がみられる。すなわち、20年度から26年度までの郵便局売出を除けば、22年度までは公募発行が主たる発行方法であるのに対し、それ以後は預金部引受が主たる発行方法となっているのである。この時期の日銀引受は、表1をみるかぎり、21年度に5000万円があるだけである。このようにみるならば、この時期の日銀引受は例外的なものとして捉えることができる。

表1 新規財源債の起債方法別発行額

単位：千円

年度	公 募	郵便局売出	預金部引受	日銀引受	その他	合 計
1917	33,480	—	3,000	—	—	36,480
18	101,999	—	1,200	—	4,000	107,199
19	211,999	—	—	—	—	211,999
20	199,986	70,000	29,013	—	6,207	305,208
21	181,712	63,000	35,000	50,000	20,258	349,971
22	121,877	50,000	—	—	12,084	183,961
23	11,430	40,000	24,181	—	3,500	79,111
24	115,570	40,000	130,000	—	4,500	290,070
25	—	60,000	—	—	30,000	90,000
26	—	40,000	40,000	—	17,000	97,000
27	60,000	—	122,000	—	—	182,000
28	70,000	—	78,560	—	2,500	151,060
29	—	—	161,900	—	—	161,900
30	—	—	59,571	—	5,000	64,571
31	—	—	191,279	—	—	191,279
32	—	—	67,000	682,313	23,000	772,313

注) 「その他」は、朝鮮銀行、台湾銀行、北海道拓殖銀行、小池銀行、鉄道共済組合、教育改善及農村振興基金、簡易生命保険の各引受である。
出所：大蔵省編（1953）、46頁。

次に、新規財源債だけでなく、借換債も含めた発行額の推移について検討する。表2は、この時期における特別発行の内訳を、日銀引受、預金部引受、その他に分けて示したものである。

¹² 『第四十四回帝国議会衆議院議事速記録第三号』1921年1月23日。

¹³ 小川郷太郎（1930）；大内兵衛（1974）を参照。

¹⁴ この点については、原朗（1981）を参照。

表2 国債起債方法別発行高(借換債を含む)

単位：千円，％

年度	直接募集	郵便局売出			特 別 発 行						合 計
		発行額	売出額	売却残	発行額	日銀引受	直接引受	直接売出 公 債	預金部引受	その他	
1917	235,000 (81.6)	—	—	—	53,000 (18.4)	50,000 (17.4)	—	50,000 (17.4)	3,000 (1.0)	—	288,000 (100.0)
18	201,988 (47.1)	—	—	—	227,041 (52.9)	168,840 (39.4)	68,840 (16.0)	100,000 (23.3)	54,200 (12.6)	4,000 (0.9)	429,029 (100.0)
19	311,953 (48.1)	60,000 (9.2)	44,190 (6.8)	15,810 (2.4)	276,696 (42.7)	170,696 (26.3)	70,696 (10.9)	100,000 (15.4)	106,000 (16.3)	—	648,649 (100.0)
20	199,986 (27.9)	70,000 (9.8)	39,604 (5.5)	30,396 (4.2)	447,137 (62.4)	269,740 (37.6)	69,740 (9.7)	200,000 (27.9)	171,191 (23.9)	6,208 (0.9)	717,123 (100.0)
21	334,971 (46.1)	63,000 (8.7)	29,626 (4.1)	33,374 (4.6)	328,014 (45.2)	219,737 (30.3)	69,737 (9.6)	150,000 (20.7)	88,000 (12.1)	20,278 (2.8)	725,985 (100.0)
22	310,424 (40.5)	50,000 (6.5)	29,054 (3.8)	20,946 (2.7)	406,843 (53.0)	274,737 (35.8)	69,737 (9.1)	205,000 (26.7)	106,000 (13.8)	26,103 (3.4)	767,267 (100.0)
23	370,568 (51.3)	40,000 (5.5)	41,759 (5.8)	28,241 (3.9)	311,959 (43.2)	160,551 (22.2)	551 (0.1)	160,000 (22.1)	130,181 (18.0)	21,227 (2.9)	722,527 (100.0)
24	293,902 (38.4)	70,000 (9.2)	19,039 (2.5)	20,961 (2.7)	400,500 (52.4)	140,000 (18.3)	—	140,000 (18.3)	256,000 (33.5)	4,500 (0.6)	764,402 (100.0)
25	304,999 (57.2)	60,000 (11.3)	29,914 (5.6)	30,086 (5.6)	168,200 (31.5)	75,900 (14.2)	—	75,900 (14.2)	62,300 (11.7)	30,000 (5.6)	533,199 (100.0)
26	299,999 (71.3)	40,000 (9.5)	18,977 (4.5)	21,023 (5.0)	81,000 (19.2)	24,000 (5.7)	—	24,000 (5.7)	40,000 (9.5)	17,000 (4.0)	420,999 (100.0)
27	374,761 (75.4)	—	—	—	122,000 (24.6)	—	—	—	122,000 (24.6)	—	496,761 (100.0)
28	360,660 (81.6)	—	—	—	81,060 (18.4)	—	—	—	78,560 (17.8)	2,500 (0.6)	441,720 (100.0)
29	343,999 (65.2)	—	—	—	183,300 (34.8)	—	—	—	183,300 (34.8)	—	527,299 (100.0)
30	156,000 (62.3)	—	—	—	94,472 (37.7)	—	—	—	89,472 (35.7)	5,000 (2.0)	250,472 (100.0)
31	174,997 (40.1)	—	—	—	261,198 (59.9)	—	—	—	235,008 (53.9)	26,190 (6.0)	436,195 (100.0)
32	146,002 (14.1)	—	—	—	888,903 (85.9)	729,000 (70.4)	—	—	150,904 (14.9)	9,000 (0.9)	1,034,905 (100.0)

注 1) 本表は、国債の募集形態のうち、間接募集、代債発行、承継を除いたものを表出したものである。

2) 「その他」は、朝鮮銀行、台湾銀行、北海道拓殖銀行、小池銀行、鉄道共済組合、教育改善及農村振興基金、簡易生命保険の各引受である。

3) カッコ内は、合計に対する割合を示す。

出所：大蔵省編（1953），38頁；大蔵省理財局編『国債統計年報』各年度版；日本銀行審査部編（1962），257-260頁；同（1991），1157-1159頁；同（1993a），1840-1850頁より作成。

この表から明らかなことは、17年度から26年度まで日銀引受が存在した、ということである。17年度に5000万円が引受けられており、以後20年度にかけて増大し、22年度をピークに日銀引受額は減少に向かい、26年度の2400万円の引受を最後に、この時期の日銀引受は行われなくなる。また、日銀引受の内訳には直接引受と直接売出公債が存在し、後者の動きが日銀引受全体の動向を規定している。さらに、この時期の日銀引受額は、特別発行の枠内でみた場合、23年度まで一貫して預金部が引受けた金額よりも大きいという特徴を有している。また、日銀引受を含む特別発行と直接募集という区分でみるならば、日銀引受が存在した20年代前半までは、特別発行の比重が相当大きく、直接募集を凌駕する年度もあった。他方、20年代後半には、特別発行の比重は小さくなり、直接募集のそれが大きくなるという推移を示している。

以上のように、新規財源債の動向を示した表1と借換債も含めた起債額の動向を示した表2を比べれば、明らかに異なる像が示されている。すなわち、新規財源債の公募発行が可能であった20年代前半において、借換債を含めると特別発行の割合が高く、そのなかには日銀引受が存在するのみならず、その比重が高いのである。他方、新規財源債では預金部引受が大きくなる時期には、借換債では公募発行が主たる発行方法となっていた。とりわけ、郵便局売出も、日銀が引き受けた後に郵便局を通じて売り出した方法であったことを考えれば、国債発行をめぐる環境が決して良好とはいえなかった1920年代前半において、

日銀が引受主体として国債発行市場に恒常的に内在し、国債消化に一定の責任を負いながら、「借換の連鎖時代」に対応していたのである。

II. 1920年代の減債基金制度

1. 減債基金（国債整理基金特会）の再設置をめぐる議論

(1) 減債基金再設置の基本的背景

周知のように、国債整理基金特別会計は、日露戦時に発行された軍事国債の整理償還を目的として1906（明治39）年に設置された¹⁵。従来とは比較にならない巨額の国債が発行されただけでなく、外債発行に依存した戦費調達であったので、海外の国債保有者への配慮が大きな設置要因の一つとしてあげられよう。阪谷芳郎大蔵大臣は、「戦争後ニ於テハ、外国人ノ債主ガ殖ヘテ且市場ガ倫敦、紐育、伯林、巴里ト云フ風ニ拵テ居リマスカラ、従来ノ公債行政デハ少シ不便ヲ感ジマスカラ、即チ公債整理基金特別会計法ヲ出シマシタ所以デアリマス」¹⁶と述べて、国債整理基金特別会計法を提出した基本的背景を説明している¹⁷。

国債整理基金が設置される以前は、明治前期の減債基金が短命に終わった後、2000万円の定額を元利償還金とすることを建前として償還が行われていた¹⁸。しかし、ここで改めて減債基金が再設置された背景には、金額の多寡や外債中心であったことに加えて、使途基準に基づく公債原則論があった。阪谷大蔵大臣は、「生産ニ属スル事業ノ公債デアレバ、是ハ多少公債ガ増シマシタコロガ、ソレダケノ財産ガ殖ヘルノデアルカラ、左程憂フベキコトデハナイ、固ヨリ借金ノナイノガ宜イニハ相違ナイガ、ソレダケノ財産ガ殖ヘルノダカラ、不生産的ノ財産ガ殖ヘルト同日ノ論デハナイト思フ」¹⁹と述べており、使途基準に基づいた公債原則論に立脚していることが読みとれる。また、日露戦争前後から大蔵省で理財畑を歩んだ勝田主計は減債基金の必要論の根拠の一つとして、次のように述べている²⁰。

政府ガ何故ニ此減債基金ヲ一体維持スルト云フコトヲ、主張シテ居ルカト云フコトヲ申シマスレバ、極ク簡単ニ申シマスレバ、我国ガ日露戦争後ニ於キマシテ、不生産的公債ト申シマスル、即チ鉄砲丸ニ消費シタ公債ガ、内外ヲ通ジテマダ今日十七億許リアルノデアリマス、斯様ナモノハ成ルベク償還シテ置クコトガ、必要デアルト云フコ

¹⁵ 償還資金については、国債整理基金特別会計法第2条において、日露戦争の軍事公債およびその借換債の償還を優先して行うため、毎年度一般会計から1億1000万円以上を同特会に繰り入れることを規定した。

¹⁶ 『第二十二回帝国議会衆議院予算委員会会議録（速記）第三回』1906年1月26日。

¹⁷ また、阪谷大蔵大臣の次の発言も参照。「従来ノ公債ニ付イテハ是ハ専ラ内国ノ公債デゴザイマスシ、又金額モ其一箇年ノ償還ノ資金ハ三千六百万位デアリマシテ、別ニ方法ヲ設ケルト云フコトノ必要ハナク、一定ノ計画ヲ立テハヤッテ居ルノデスガ、此度ハ内外ノ市場ニ互リマシテ、金額モ十八億ト云フ大キナ金額デアリマス、是ヘ毎年ノ費用ガ一億一千万圓掛ルト云フ大キナモノニナリマスカラ、特ニ其方法ヲ明カニシテ置ク方ガ、将来計画ヲ、実施スルニ付イテ確實デアリ、又内外ニ其事ヲ示スニ足ルト考ヘルノデアリマス」『第二十二回帝国議会衆議院国債整理基金特別会計法案外一件委員会会議録（速記）第二回』1906年1月29日。

¹⁸ この点については、大蔵省百年史編集室編（1969）、227頁；大蔵省編（1956）、417-421頁を参照。

¹⁹ 『第二十二回帝国議会衆議院予算委員会会議録（速記）第四回』1906年1月27日。

²⁰ 『第四十回帝国議会衆議院予算委員会会議録（速記）第三回』1918年1月25日。この発言は寺内正毅内閣の大蔵大臣時代のもの。なお、勝田は減債基金の必要論として、ここで述べている①不生産的公債の償還必要性以外にも、②価格維持（買入消却）の必要性、③金融緩和効果、④流用可能性（臨時的支出のための準備金）を指摘している。

トガ先ズ第一デアリマス

こうした認識にみられるように、減債基金が必要とされた背景には、使途基準に基づく公債原則論が存在し、不生産的公債は速やかに償還すべきであるとの認識が存在したのである。

(2) 減債基金再設置をめぐる必要論と不要論

とはいえ、減債基金の再設置をめぐる論点は以上に尽きることなく、議会でさまざまな観点から必要論不要論の応酬があった。

反対論の代表的なものとしては、両建て政策（国債発行・償還並行政策）への批判があげられる。憲政本党の波多野伝三郎は「一方ニ於テ大ニ借金ヲシナガラ一方ニ於テ僅カニ之ヲ返済スルガ如キ姑息ナ手段」²¹であるとして、両建て政策否定論の立場から批判している。こうした両建て政策否定論に基づく議論は、大石正己（憲政本党）や政交倶楽部の島田三郎にもみられ、代表的な反対論となっていた。大石正己は「一方ニ一億万円ツ、年々借りテ一方ニ一千万円ツ、払ウテ往ク、斯ウ云フ理屈ニナルノデ、ソレハ初メヨリ九千万円借りタ方ガ、手数モ省ケレバ、費用モ要ラナイト云フヤウナ訳デ、其方ガ却テ信用ヲ高ムルト云フ目的ヲ達スルニハ宜クハナイカ」²²と述べていた。また、島田三郎は「経常ノ歳入ヲ節減シテ、減債ノ基金ニ充テルト云フコトニハ同意ガ出来兼ネルノデアル、唯今ノ基金ノ建方ハ、一方ニハ八千万以上ヲ募ラナケレバナラヌ、而シテ一方ニハ二千万以上ノ償却ヲスルト云フコトデアリマスカラ、假令名ハ減債ト称シテモ、其ハ増税増債ト云フコトニナルノデアラウト思フ」²³と述べて反対していた。

こうした両建て政策否定論の延長線上に、剰余金繰入論に基づく議論、すなわち剰余金以外に真の減債基金はないとする議論もみられた。憲政本党の波多野伝三郎は「会計年度ノ末ニ当ッテ金ガ余ル（中略）斯様ナコトノアル度毎ニ随時償還ヲスルト云フコトハ是ハ固ヨリ吾々ノ希望デアリマス」²⁴と述べて、減債基金の設置ではなく、剰余金による償還政策の必要性を述べている。この点は貴族院でも問題になり、「此減債整理ノ妙味ト云フモノハ詰リ剰余金ヲ以テ其基金ニ組入ルハト云フ方ガ最モ必要ナコトデアラウカト思ハレルノデアリマス」²⁵との意見もだされていた。

他方、必要論については、大きくは価格維持の観点から議論されている。とりわけ、よく知られているように、間接的な価格維持策という観点からの必要論が代表的であろう。阪谷芳郎大蔵大臣は、以下のように述べている²⁶。

価格ノ維持ト云フコトニ付イテハ、是ハ非常ナル効力ヲ持ツト信ジマス、若シ整理基金ヲ置カズニ、一切償還ニ付テハ手ヲ著ケヌト云フ計画ヲ取ツタナラバ、非常ナル打

²¹ 『第二十二回帝国議会衆議院国債整理基金特別会計法案外一件委員会会議録（速記）第五回』1906年2月7日。

²² 『第二十二回帝国議会衆議院国債整理基金特別会計法案外一件委員会会議録（速記）第三回』1906年1月31日。

²³ 『第二十二回帝国議会衆議院国債整理基金特別会計法案外一件委員会会議録第五回』1906年2月7日。

²⁴ 『第二十二回帝国議会衆議院国債整理基金特別会計法案外一件委員会会議録（速記）第三回』1906年1月31日。

²⁵ 澤原俊雄（所属会派なし）の発言。『第二十二回帝国議会貴族院国債整理基金特別会計法案外一件特別委員会議事速記録第二号』1906年2月19日。

²⁶ 『第二十二回帝国議会衆議院国債整理基金特別会計法案外一件委員会会議録（速記）第二回』1906年1月29日。

撃ヲ市場ニ與フルハ明カニ保障ガ出来マス（中略）公債ノ整理償還ニ付イテハ、十分ナル計画ヲ立ッテ、財政ノ鞏固ヲ図ルト云フコトノ意思ガ内外ニ明カニナッテ以来、大変ニ公債価格ヲ持直シテ参リマシタ、現在海外ノ市場ニ於テモ、亦内地ノ市場ニ於テモ、公債ノ直段ハ騰貴シツゝアリマス（中略）価格維持ノ効力ハ十分アルト御答ヲ致シマス

ここには、減債基金の設置そのものに意味を見出している点が指摘されている。こうした観点は、よく指摘されるように、高橋是清が「減債基金の起りと云ふものは、公債所有者に安心を与へると云ふことが根本の目的である」としていることから首肯されよう²⁷。ここではシンボルとしての減債基金という側面から必要論が説かれているのである。先にみた外債保有者への配慮という観点からの阪谷大蔵大臣による説明も、ここでいうシンボルとしての減債基金、すなわち間接的な価格維持論として説かれているといつてよい。

また、減債基金による計画的償還は、間接的な価格維持効果をもつというだけでなく、財政負担の平準化を狙っていることはいうまでもない。この点について、阪谷大蔵大臣は次のように述べている²⁸。

三十箇年ニ標準ヲ定メマシタノハ、成程今借リテ居リマス公債ノ中ニ、二十箇年トカ二十五箇年ニナッテ居リマスモノモゴザイマスガ、サウ致シマスルト一箇年ノ負担ガ非常ニ多クナル、ソレデ大体三十箇年ヲ標準トシテ、約ソ今後十五箇年目位マデニハ、半額以上ハ負担ヲ減シテ往クト云フコトヲ、元トシタノデアリマス（中略）先ヅ此位ヲ以テ往ケバ、内外ノ市場ニ於キマシテノ公債ノ価格ヲ維持シテ、十分日本ノ経済ヲ鞏固ナラシムルコトガ出来ヤウト云フトコロカラ、標準ヲ立テマシタノデゴザイマス

ここで述べられている財政負担の平準化という論点は、先に述べた剰余金繰入論に立脚した反対論に対する反駁としても重視されている。阪谷大蔵大臣は「成ルホド澤原君ノ仰シヤルヤウニ金ノ余ツタ場合ニ返シタラ宜イデヤナイカト云フ御話モゴザイマスガ、少々ナ公債デアレバ或ハサウ云フコトモ出来マセウ、併ナガラスノ如キ十八億ト云フ大ナル額ノ公債ヲ其銷却ノ途モ立テズニ何時マデモ背負ッテ行クト云フコトニナレバ余ホド将来ニ於テ難儀セヌケレバナラス（中略）ソレ故ニ先ヅ借金ノ始末ヲ付ケテ相当ノ年限内ニ銷却スルト云フコトハ戦後ニ於テノ先決問題デアル」²⁹と述べていた。

以上が間接的な価格維持論に立脚した減債基金必要論ということが出来るが、直接的な価格維持論、すなわち減債基金によって国債の買入れをおこなうことで価格維持を狙うという視点もみられた。阪谷大蔵大臣は「多少売物が出テモ、ソレヲ買ッテ往クトガ出来ル、ソレカラ外国ニ於テ市場ノ変化ガ起ッタトキニ買上ゲル、要スルニ国ノ信用ハ公債証書ノ価格ニ依ッテ、表明セラレルモノデアルカラ、此信用ヲ確實ニ維持シテ往クニアラザレバ、将来發展シテ往クトコロノ大ナル財政ヲ運用シテ往クニ非常ニ困難デアル」³⁰と述べていた³¹。

²⁷ 高橋是清（1936b），134-136 頁。なお、山田博文（1990）は、この高橋の発言を根拠に、戦前における減債基金の存在意義の一つを間接的な価格維持策という点にみている（146，152 頁を参照）。

²⁸ 『第二十二回帝国議会衆議院予算委員会会議録（速記）第三回』1906 年 1 月 26 日。

²⁹ 『第二十二回帝国議会貴族院国債整理基金特別会計法案外一件特別委員会議事速記録第二号』1906 年 2 月 19 日。

³⁰ 『第二十二回帝国議会衆議院予算委員会会議録（速記）第三回』1906 年 1 月 26 日。

³¹ また、阪谷大蔵大臣は、売物がある場合には買入れをおこない（買入消却のこと－引用者）、売物が無い場合には抽選償還を実施することによって価格を維持していくとしていた。この点については、彼の次

さらに、阪谷大臣は「国債ノ整理基金ヲ置キマスノ必要ト申シマスルノハ、或ル場合ニ於キマシテ日本ニ何カ起ツタ出来事ヲ誤解シテ、急ニ売物ガ出テ（国債価格が…引用者）下ガル（中略）サウ云フ場合ニ於キマシテハ此基金ヲ以テソレヲ一時買フト云フ必要ガ生ジマス」³²として、基金を設置する目的の一つとして、国債価格の急激な変動に対応するためであることを指摘している。ここでの議論は、上でみた一般的な直接買入れによる価格維持という視点ではなく、急激な国債価格変動に対する準備金としての認識を示しており、この観点から減債基金の必要性を説いているのである。

なお、減債基金による国債の買入れという点と関わって、減債基金の運営方式に関する議論があった。桑田熊蔵（貴族院議員、経済学者）は「国債整理基金ノ制度ハ豫テ大蔵大臣ノ御意見ニ依ルトピット式デハ無イ、是ハ一種特別ノ会計法デアル、斯ウ云フ御意見ノヤウニ伺ッテ居リマスガ（中略）国債整理基金局ニ於キマシテ日本政府ノ発行シタ公債證書ヲ以テ、ソレヲ利殖ノ方法トシテ置クト云フコトハ矢張りピット式ニ近イヤウナコトニナル」³³と述べていた。これに対して、阪谷大臣は「日本政府ノ公債證書ハ是ハ積立ッテ置イテ、サウシテ其利子デ以テ買入レ買入レシテ行ク方法ヲ執ルノデハ無」く、その運営方式は「常時ニ澤山買上ゲテ置イテ銷却セズニ置クト云フ意味デハアリマセヌ」と述べて³⁴、日本の減債基金は、複利累積原理に基づいたいわゆるピット・プライス式とは異なるとの見解を示している³⁵。

2. 減債基金制度の変遷…流用と強化の交錯

（1）減債基金への繰入停止と流用

原敬内閣は、1918（大正7）年の米騒動を契機に総辞職した寺内正毅内閣の後をうけて、1918（大正7）年9月29日に成立した。この時点では、1919（大正8）年度予算編成は寺内内閣の下で相当進んでいたために、原内閣は、1920（大正9）年度予算において、軍備の充実、交通通信機関の整備、教育の振興、産業の奨励という政友会の四大綱領を基本とした予算編成を行って、「積極財政」を展開することとなる。

そのなかで、新国防計画に基づく国防充実が掲げられ、その財源捻出のために、増税を実施するとともに減債基金への繰入が停止されることとなった（表3参照）。減債基金への繰入を停止し、その財源を軍事費に流用することとなったのである³⁶。

の発言を参照。「相当ナル償還ノ元金ヲ供ヘテ、サウシテ非常ニ売物ノ出タ時ハソレヲ買ッテ行キ、マタ売物ノ無イ時分ニハ是ヲ抽選シテ償還スルト云フノデ、実力ノ手段デアルト考ヘマス、（中略）是ダケノ資金ヲ備ヘマシタナラバ、必ヤ信用ト云フモノヲ十分ニ維持シテ往クコトモ出来ヤウカト考ヘテ居リマス」『第二十二回帝国議会衆議院国債整理基金特別会計法案外一件委員会会議録（速記）第二回』1906年1月29日。

³² 『第二十二回帝国議会貴族院国債整理基金特別会計法案外一件特別委員会議事速記録第二号』1906年2月19日。

³³ 『第二十二回帝国議会貴族院国債整理基金特別会計法案外一件特別委員会議事速記録第二号』1906年2月19日。

³⁴ 『第二十二回帝国議会貴族院国債整理基金特別会計法案外一件特別委員会議事速記録第二号』1906年2月19日。

³⁵ また、次の阪谷大臣の発言も参照。『「ピット」ノ減債基金ノコトナドガ、新聞ナドニ出テ居リマスガ、此度ノ制度ハソレトハ違フノデアリマス』『第二十二回帝国議会衆議院予算委員会会議録（速記）第三回』1906年1月26日。

³⁶ 「今般計画致シマシタル新規国防計画ノ財源ニ充テマスル為メニ、一時此繰入ヲ中止致シタイト云フノガ、此単行法律ノ趣意（中略）大正九年度カラ致シマシテ今日ノ計画デハ四箇年間即チ十二年度迄、国債ノ元金償還ニ充ツベキ資金ノ繰入ヲ中止致シタイト云フ、趣意ナノデゴザイマス」。神野勝之助大蔵次官

表3 減債基金制度の沿革

年度	一般会計（定額・定率）繰入	剰余金繰入	備考（背景）
1906（明治39） ↓ 1908（明治41）	国債整理基金特別会計の設置 日露戦争関係公債の元利金として計1億1000万円以上	—	日露戦争関係軍事公債の計画的整理償還を意図。30年間の償還計画。しかし、年々の利払いで1億円を超え、元本償還の実はあがらず。
1909（明治42） ↓ 1914（大正3）	一般会計より繰り入れ（ただし元金5000万円以上）	—	元本償還の実をあげるため、元本償還額を規定。
1915（大正4） ↓ 1919（大正8）	前年度首国債総額の116/10,000 （ただし3000万円以上） 10,000分の116の根拠： 3000万円/1914年度首国債残高 \div 116/10,000	—	定率繰入の採用。基金繰入の減額。 上記措置により国債償還が進捗し、近い将来の内国債完済が見込まれた。巨額の外債償還による正貨維持の困難を危惧。減債より新発債の抑制が得策と考えられた。
1920（大正9） ↓ 1922（大正11）	適用停止	—	国防充実のための繰入停止。
1923（大正12） ↓ 1926（昭和1）	前年度首国債総額の116/10,000 （ただし3000万円以上）	—	繰入の復活。 公債の市価維持とその発行を円滑にするため。 （1922年4月、全国手形交換所連合会による繰入復活の建議）
1927（昭和2） ↓ 1931（昭和6）	同上	前々年度一般会計剰余金の1/4	剰余金繰入の採用。 震災、欧州大戦等により膨脹した国債整理のため。
1932（昭和7） ↓ 1946（昭和21）	前年度首国債総額の116/10,000の1/3	適用せず	不況による歳入の激減、新発債減額を企図。

出所：北村恭二編（1979），172-173頁；大蔵省主計局総務課『減債制度に関する資料集』1967年9月，317-323頁をもとに作成

こうした減債基金の繰入停止については、議会においても「此基金ト云フモノヲ他へ使用スルト云フコトハ公債…国債政策上如何デアリマセウカ、大イニ考慮セナケレバナラヌコトデアラウト思ヒマス」³⁷との意見がだされていた。しかし、高橋是清大蔵大臣は「廢減税ノ財源トシテ用ヒルカ、或ハ新ニ増税ヲシナケレバナラヌ場合ニ於テ、此増税ヲ避クル為ニ是ヲ用ヒル、此ニツノ外ニ減債基金ハ動カス理由ガナイノデアル」とした上で、「一時減債基金ヲ之（国防充実のための財源…引用者）ニ流用スレバ増税ノ程度ニ付テ提案シタトコロノ程度デ止メテ宜シイ、若シソレヲ用ヒザレバ増税ノ程度ヲ高メナケレバナラヌ」と述べて、租税抵抗への対応として減債基金の流用を正当化している³⁸。

そもそも、減債基金（国債整理基金特別会計）が設置されたのは、日露戦時に発行された公債を確実に償還するためであるが、高橋是清大蔵大臣によれば、とくに四分半利付英

の発言。『第四十三回帝国議会衆議院国債償還資金ノ繰入ヲ為サルコトニ関スル法律案外七件委員会議録（速記）第二回』1920年7月15日。

³⁷ 仁尾惟茂（貴族院議員，同和会）の発言。『第四十三回帝国議会貴族院国債償還資金ノ繰入ヲ為サルコトニ関スル法律案外十二件特別委員会議事速記録第二号』1920年7月23日。

³⁸ 『第四十三回帝国議会貴族院国債償還資金ノ繰入ヲ為サルコトニ関スル法律案外十二件特別委員会議事速記録第二号』1920年7月23日。なお、神野勝之助大蔵次官も租税抵抗の観点から減債基金の繰入停止を正当化していた。この点については、『第四十三回帝国議会衆議院国債償還資金ノ繰入ヲ為サルコトニ関スル法律案外七件委員会議録（速記）第二回』1920年7月15日，を参照。

貨公債の償還に備えるためであった³⁹。だが、この問題についても高橋是清大蔵大臣は、「預金部が三億八九千万円在外正貨ヲ所有スルト云フ余力ヲ生ジテ居ル、此際減債基金ヲ用ヒズトモ、第一番ノ心配シテ居ッタ四分半利付ノ六億ノ公債ヲ十四年ノ償還期限ニ至レバ借換ヲ一ツモ要セズシテ全部海外ニ於テ其支払ガ出来ル」⁴⁰との認識を示している⁴¹。よって、政府は「之（減債基金…引用者）ヲ三四年停止致シマシテモ、我ガ国債ノ信用竝ニ市価ト云フモノニ、何等影響ハ無イト考ヘテ居ルノデアリマス」⁴²と述べて、減債基金を停止することとなったのである。減債基金と並ぶ政府内部の蓄積基金としての預金部に国債償還の機能を代替させることで、「減債のためのファンド」としての減債基金の機能を後景に退かせたといえることができる。

しかし実際には、すでに検討したように、この時期の国債をめぐる環境は決して良好とはいえず、国債市価は減債基金への繰入停止と軌を一にして下落したのである。当時の指標銘柄であった甲号五分利公債の平均価格は、1918（大正 7）年に 94.23 円、1919（大正 8）年に 90.93 円であったのに対して、1920（大正 9）年には 84.04 円に、1922（大正 11）年でも 84.94 円と大幅に下落したのである⁴³。

(2) 減債基金の繰入再開と流用

こうした状況下で市来乙彦蔵相は、全国手形交換所連合会による減債基金復活に関する建議をも背景として、当初は 1923（大正 12）年度までの 4 年度間、繰入を停止する予定であったが、それを 1 年繰り上げて 1923（大正 12）年度から減債基金繰入を復活させる旨を公言した（表 3 参照）⁴⁴。

その後の展開について、減債基金の収支動向を示した表 4 で確認する。この時期には、従来の定率繰入だけでなく、1927（昭和 2）年度から剰余金繰入が導入されるなど、減債基金の強化が図られていることが特徴である。剰余金繰入の開始理由について、武内作平大蔵次官は次のように述べている⁴⁵。

³⁹ この点については、『第四十三回帝国議会貴族院国債償還資金ノ繰入ヲ為ササルコトニ関スル法律案外十二件特別委員会議事速記録第二号』1920 年 7 月 23 日、を参照。

⁴⁰ 『第四十三回帝国議会貴族院国債償還資金ノ繰入ヲ為ササルコトニ関スル法律案外十二件特別委員会議事速記録第二号』1920 年 7 月 23 日。

⁴¹ 大蔵次官の神野勝之助も、「最後ノ手段トシテ、預金部ニ於テ其借換ニ応ズル覚悟デアルノデアリマス」（『第四十三回帝国議会衆議院国債償還資金ノ繰入ヲ為ササルコトニ関スル法律案外七件委員会議録（速記）第二回』1920 年 7 月 15 日）と述べている。

⁴² 神野勝之助大蔵次官の発言。『第四十三回帝国議会衆議院国債償還資金ノ繰入ヲ為ササルコトニ関スル法律案外七件委員会議録（速記）第二回』1920 年 7 月 15 日。

⁴³ 東京市場における長期先限の相場。志村嘉一監修・公社債引受協会編（1980）、巻末統計、31 頁を参照。

⁴⁴ 「減債基金制度を復活すること 右基金は年額五千万円以上とすること」全国手形交換所連合会「国債に関する建議案」1922 年 4 月 6 日、高橋亀吉編（1985）、364 頁。また、減債基金繰入の復活に関する市来蔵相の発言は次の通りである。「我国ノ公債ハ、世界大戦以来俄ニ増加致シマシタ、而モ最近ニ於テハ我ガ経済界ハ不景気ニ陥リマシテ、且ツ公債償還ハ、一時停止セラレマシタ次第デアリマス、此等ノ事情ニ依リマシテ、公債ノ市価ハ漸次低落ヲ致シマシタ、且ツ新ニ発行スル公債ニ対シマシテハ、市場ノ消化力モ亦次第ニ減退スルニ至リマシタ実況デアリマス、故ニ将来ニ向ヒマシテ公債ノ信用ヲ昂メ、公債ノ市価ヲ維持シ、且ツ公債ノ発行ヲ円滑ナラシメマスル手段ヲ採リマスルコトガ、今日ノ急務デアルト考ヘマシタ、其趣旨ニ依リマシテ、大正十二年度ノ予算ヲ編成スルニ当リマシテ、大正十二年度ヨリ公債ノ償還ヲ実行スルコトニ致シマシテ、ソレト同時ニ公債ノ発行額ヲ出来得マスルダケ制限ヲスルコトニ致シマシタノデアリマス」『第四十六回帝国議会衆議院議事速記録第三号』1923 年 1 月 24 日。

⁴⁵ 『第五十二回帝国議会衆議院国債整理基金特別会計法中改正法律案（政府提出）委員会議録（速記）第三回』1927 年 1 月 31 日。

表4 減債基金の使用額

単位：千円

年 度	1923	24	25	26	27	28	29	30	31	32
減債基金	42,000	44,534	52,586	50,225	103,139	94,786	143,890	137,833	60,318	29,573
前年度より繰入額	—	354	3,894	—	4,584	9,746	66,711	46,506	33,499	4,529
本年度繰入額	42,000	44,180	48,692	50,225	98,555	85,040	77,179	91,328	26,819	25,044
一般会計繰入	42,000	44,180	48,692	50,225	98,555	85,040	77,179	61,961	2,574	16,768
定率繰入	42,000	44,180	48,692	50,225	54,043	57,205	60,769	43,791	886	14,754
剰余金繰入	—	—	—	—	44,512	25,731	13,128	10,666	—	—
その他繰入	—	—	—	—	—	2,105	3,282	7,504	1,688	2,014
特別会計繰入	—	—	—	—	—	—	—	29,367	24,245	8,276
使用額	41,646	40,641	52,586	45,641	93,393	28,076	97,384	104,334	55,789	23,373
内国債	41,611	33,427	27,135	28,841	85,764	26,172	92,912	99,129	46,783	8,009
うち国債市場等 より買入額	21,582	33,074	27,080	17,856	29,472	24,371	90,644	98,719	42,698	7,899
うち抽選償還額	19,890	—	—	10,750	50,263	—	—	—	—	—
外国債	34	7,213	25,450	16,800	7,628	1,904	4,472	5,205	9,006	15,363
うち六分半利付 米貨公債買入額	—	6,795	10,219	7,667	2,629	194	2,965	—	4,576	8,062
差引翌年度繰越額	354	3,894	—	4,584	9,746	66,711	46,506	33,499	4,529	6,200

出所：大蔵省理財局国債課『第八十一回帝国議国会債参考書』（昭和十八年一月）より作成。

近來国債が激増致シマスカラ、一面ニ於テハ出来得ルダケ之ヲ抑止スルト云フコトガ第一、第二ニハ御承知ノ通り金融制度ノ上カラ申シマシテモ、從來ハ日本銀行ガ此公債ノ為ニ非常ニカヲ尽シテ居ッタノデアリマスガ、ソレハ日本銀行ノ本能ト致シマシテモ甚ダ面白クナイノデアリマスカラ、是ハ主トシテ手形銀行ニスルト云フヤウナ趣旨デ、日本銀行ノ改正ヲ企テテ居ルノデアリマス、從テ此市価ノ關係モ今回ノ改正ノ如クスレバ良クナルト云フコトモ理由ノ一ツデアリマス、更ニ第三ノ理由ト致シマシテハ、元來此剰余金ヲ一般會計ノ財源ト致シマスルコトハ、機宜ノ処置デアリマシテ、ソレガ予算編成ノ正則ト云フコトハ出来ナイノデアリマス、剰余金ガ余リマシタ時分ニ、如何ニ之ヲ利用スルカト云ヘバ、国債ノ償還ニ充ツルト云フコトガ最モ合理的デアルト思フノデアリマス（中略）要スルニ本案ノ趣意ハ、三ツノ理由ニ依ルト御諒承ヲ願ヘマスレバ結構デアリマス

ここでは、国債を減らすこと、剰余金が生じた場合に国債償還に充てることが合理的だという理由とともに、日銀との関係が理由とされていることに注目しておく。

周知のように、20年代半ばにおける日銀の制度改革論議のなかで、経済攻究会などの提案の主眼には日銀の独立性問題があった。こうした提案には、日銀が国債の発行市場に引受主体として内在していたことが背景にあると考えられる。その日銀による国債引受は、1926年度を最後になくなるが、その後、27年度以降は減債基金における剰余金繰入が導入された。こうした推移は、国債の価格維持という国債管理上の役割を担う主体として、国債発行市場における日銀の役割が後景に退くなかで、剰余金繰入の導入という形での政府内部金融の強化によって、減債基金がその役割を代替していった過程とみることができる。

その後、1932（昭和7）年度には繰入が減額されていることがわかる。これは、1932（昭和7）年度予算における時局匡救事業等に起因する国債発行の増大に対して、「減債基金の必要は之を認むるも一方に於て多額の起債をなし又は増税をなすへき事情あるに拘らず強ひて多額の減債基金の繰入をなすの要なきものと認む」⁴⁶と述べて、減債基金の繰入を

⁴⁶ 「昭和七年度以降国債償還資金ノ繰入一部停止ニ関スル法律案仮想問答」大蔵省理財局国債課『昭和七年度以降国債償還資金ノ繰入一部停止ニ関スル法律案参考書』1932年5月。

一部停止したことによる。高橋是清大蔵大臣も、「歳出が多くて公債を募集せねばならぬと云ふ時には、一方で公債を起し、又一方で減債基金に繰入れる金までも公債を起すと云ふことになるから、当分減債基金は、已むを得ざる外国に対する外債の義務を果す為に止め、内地の公債は当分之を見合せると云ふことで繰入を停止した」⁴⁷と述べて、減債基金の繰入を停止したことを述べている。使用額の動向をみても、1932（昭和 7）年度以降における内国債償還の消極化を読みとることができる。

以上のように、1923（大正 12）年度から復活した減債基金は、1920 年代後半には強化される一方で、1932（昭和 7）年度から流用がおこった。ここで再び表 3 をみるならば、1920（大正 9）年度から 1922（大正 11）年度まで減債基金への繰入が停止されたのみならず、1915（大正 4）年度から繰入額の減額がおこなわれており、減債基金が流用されてきた。このように第二次世界大戦前に限っても、幾度となく減債基金の流用がおこっているのである。

（3）勝田主計の減債基金論

こうした減債基金の流用問題も含めた減債基金の必要論に関して、勝田主計は次のように述べている⁴⁸。

政府ガ何故ニ此減債基金ヲ一体維持スルト云フコトヲ、主張シテ居ルカト云フコトヲ申シマスレバ、極ク簡単ニ申シマスレバ、我国ガ日露戦争後ニ於キマシテ、不生産的公債ト申シマスル、即チ鉄砲丸ニ消費シタ公債ガ、内外ヲ通ジテマダ今日十七億許リアルノデアリマス、斯様ナモノハ成ルベク償還シテ置クコトガ、必要デアルト云フコトガ先ズ第一デアリマス、ソレカラ公債ヲ此ノ如ク余計ニ発行シテ置キマスレバ、市価ノ維持ガ必要デアル、例ヘバ外国ニ於テ公債ノ売物ガ出ルサウ云フコトガアレバ之ヲ買入償却シテ、市価ヲ維持スルト云フコトガ、即チ国ノ信用ヲ維持スル所以デアル、又内地ニ於テモ其通り、公債ノ償却ト云フモノガ内地ノ金融逼迫シタ時分等ニ於テ、公債償還金等ガアッテ、公債ヲ償還シテヤレバ金融ガ緩慢ニナリ、生産事業ノ発展ヲ図ルト云フコトモ出来ル、ソレカラ常ニ私共ガ申シマス通り、或ル突発事件等ノ為メ経費ヲ要スルコトガアリマスレバ、斯様ナ基金ノ類ヲ設置シテ置キマスレバ、之ヲ使フト云フコトモ出来ルノデアリマスカラ、色々ノ効能ヲ為スノデアリマスカラ、是ハ成ルベク維持スルト云フコトガ国家ノ経済ー経済ハ悪ウゴザイマス、財政ノ基礎ヲ固ウスル所以デナイカ、是ガ根本ノ事柄ニナッテ居ルノデアリマス、大体左様ナ意味ヲ以テ、一方ニ募債ヲ致スト云フコトデアリマスケレドモ、此公債償還ノ政策ハ、継続シタイト云フ考ヲ持ッテ居ル

ここに示されているように、勝田主計は、減債基金が必要な理由として、(1) 不生産的公債の償還必要性、(2) 価格維持の必要性（買入消却）、(3) 金融緩和効果、(4) 流用可能性、をあげている。(4) の流用可能性は、主として有事における準備金としての流用可能性を述

⁴⁷ 高橋是清（1936b），138 頁。なお、1931（昭和 6）年度の繰入額も急減している。これは井上準之助蔵相が標榜した非募債主義を貫徹するために、減債基金への繰入を一部停止して対応しようとしたことによる。

⁴⁸ 『第四十回帝国議会衆議院予算委員会議録（速記）第三回』1918 年 1 月 25 日。この発言は寺内内閣の大蔵大臣時代のもの。なお、彼の大蔵省での主要な経歴は次の通り。1903（明治 36）年国債課長，1905（明治 38）年臨時国債整理局第一課長，1907（明治 40）年理財局長，1912（大正元）年～1914（大正 3）年大蔵次官。

べている。この点について、勝田主計はさらに「是ハ一ノ基金デアルカラシテ、流用ガ出来テ、詰リ臨時ノ財源トナリ得ルコトガ出来ルモノデアルト云フコトヲ申シタノデ、尚ホ此減債基金ノ事柄ニ付キマシテハ、当初減債基金ヲ置イタ時ノ大蔵大臣其他ノ考モ、是ハ表面ノ事デハナイノデス、唯裏面ノ事トシテサウ云フヤウナ矢張用意モアッタノデアル」⁴⁹と述べている。ここにあるように、勝田主計は「臨時ノ財源トナリ得ル」流用準備金として減債基金を位置づけている。その上で、1906（明治39）年に減債基金を再設置した際の大蔵大臣である阪谷芳郎でさえ、このような考えをもっていたことを指摘している。勝田主計が日露戦争以来、大蔵省で理財畑を歩んだというキャリアパスを考慮すれば、それだけ減債基金の必要論として重要な指摘だといえることができる。

このようにみれば、第二次世界大戦前の減債基金が国債を償還する、あるいは価格維持策を担うファンドといった国債管理政策上の目的だけでなく、予算編成上のバランシング・ファクターとしての目的を伏在させていたといえることができる。実際に、第二次世界大戦前において、減債基金への繰入が減額されたり、停止されたりしてきた経緯を踏まえれば、減債基金が予算編成上のバランシング・ファクターとして利用されてきたといえることができる。とりわけ、1920年度における減債基金の繰入停止と1932年度における減債基金の繰入減額に高橋是清が直接的に関わっていることを踏まえれば、「減債のためのファンド」である減債基金が、かえって財政支出を拡大させる装置になってしまうという「減債基金の逆説」を体現していたのが高橋是清である、といえることができる⁵⁰。

Ⅲ. 1920年代の減債基金による国債買入れと国債市場

1. 減債基金の運用方針と対象債

ここでは、減債基金の具体的な運用状況を跡づけながら、この時期の減債基金の実態を明らかにする。すでに述べたように、高橋財政下では減債基金の繰入が減額され償還政策が消極化する中で、減債基金への繰入が復活した1923（大正12）年度から1931（昭和6）年度までを対象に償還動向を検討する。

表5は、この時期における国債償還の動向を示したものである。一瞥してわかるように、この時期には抽選償還は散発的にしかおこなわれておらず、内国債に対する買入消却が中心的な償還方法であったといえる⁵¹。さらに、買入消却の対象債の内訳をみれば、全体として、この時期は五分利公債が中心となっており、1920年代末からは五分利国庫債券も中心的な買入対象債となっていることがわかる。

こうした買入消却の対象債の選択について、少なくとも1920年代はほぼ事前に方針が決定されていたように思われる。というのも、買入消却は大蔵省の指示のもとに日銀が買入れをおこなうことになっていた⁵²。この点について、減債基金の運用方針を示した日銀資料に基づき、運用方針と実際の買入対象債の関係について確認しておく。資料の関係上、1925（大正14）年度から1928（昭和3）年度までを検討する。

⁴⁹ 『第四十回帝国議会衆議院予算委員会議録（速記）第三回』1918年1月25日。

⁵⁰ 「減債基金の逆説」については、Levy（1986）を参照。

⁵¹ 外国債で1924（大正13）年度と1930（昭和5）年度に金額が大きいのは、それぞれ第一回、第二回四分半利付英貨公債、および四分利付英貨公債の償還に基づく。

⁵² なお、この点が改められ、減債基金の運用が日銀に移管されたのは1930（昭和5）年5月のことである。当時の『読売新聞』は「減債基金による公債買入償還に就いては従来は大蔵当局の監督下に於て日本銀行当局がその都度指令を仰がねばならなかつた」（1930年5月14日付朝刊）と伝えている。

表5 国債償還の動向

単位：千円

年度	抽選償還	全部償還	買入消却	内国債	五分利公債	五分利公債 (特別)	五分利公債 (甲号)	五分利 国庫債券	その他	外国債	合計
1923	19,890	633,006	24,304	24,173	9,479	3,390	11,147	3	154	132	677,200
24	—	638,002	264,422	38,018	20,850	2,741	14,096	2	329	226,404	902,424
25	—	413,950	50,579	32,880	29,659	639	2,529	3	50	17,700	464,529
26	10,749	298,415	55,834	37,712	27,690	2,864	6,948	2	208	18,122	364,998
27	50,262	428,230	37,884	30,087	9,162	9	12	18,068	2,836	7,797	516,378
28	—	225,018	30,728	28,631	27,440	16	134	12	1,029	2,098	255,746
29	—	330,467	100,279	95,833	4,035	1	2,013	89,404	380	4,447	430,746
30	—	236,451	297,257	151,432	55,603	3	14,460	77,912	3,454	145,826	533,710
31	1,538	172,994	51,210	46,303	14,645	1	6,219	24,608	830	4,907	225,742
32	—	174,645	55,560	8,921	2,278	1	7	5,307	1,328	46,640	230,205
33	—	—	20,271	5,376	2,505	0	4	2,753	114	14,895	20,271
34	—	99,987	11,723	69	1	0	0	—	68	11,655	111,710
35	—	250,066	37,300	1,069	162	—	—	250	657	36,232	287,366
36	—	2,136,113	14,915	10	1	—	1	—	8	14,906	2,151,028
37	—	—	16,684	13	—	—	2	—	7	16,672	16,684
38	—	—	20,690	122	0	—	—	—	122	20,569	20,691
39	—	—	21,830	2	1	—	0	—	1	21,828	21,830
40	—	—	21,290	0	—	—	—	—	—	21,291	21,291
41	—	—	15,124	1	0	—	—	—	1	15,124	15,123
42	—	—	74	—	—	—	—	—	—	—	74
43	—	—	512,623	—	—	—	—	—	—	—	513,798
44	—	400,000	755,214	—	—	—	—	—	—	—	1,155,346
45	—	315,000	—	—	—	—	—	—	—	—	316,267

注) 1) 内国債の内訳で「その他」は、五分利公債（特別）、第一、二回四分利公債、朝鮮事業費国庫債券、鉄道債券、臨時国庫証券である。
2) —は実施されなかったことを、0は単位に満たないことを示す。

出所：大蔵省編（1953）、39-40頁；日本銀行審査部編（1962）、263-267頁；日本銀行審査部編（1993b）、886-892頁；大蔵省理財局編『国債統計年報』各年版より作成。

まず、1925（大正14）年度においては、「買入証券ノ種類ハ特別ノ事情アル場合ヲ除キ雑五分利ニ限ルコト」⁵³とされている。雑五分利は、特別五分利公債（臨時事件公債）、甲号五分利公債（鉄道買収公債）を除いた五分利公債すべてを指すが、表3によれば、1925（大正14）年度において、ほぼこの方針通りに買入れられていることがわかる。

1926（大正15・昭和元）年度においては、「買入ルヘキ内国債ハ四分利公債ヲ除キタル長期公債即五分利公債、甲号五分利公債及特別五分利公債ノ三種トス但第二種雑五分利公債ヲ優先的ニ買入ルハコト」⁵⁴とされている。表3によれば、1926（大正15・昭和元）年度における買入れは、ここに示されているように買入れがなされていることがわかる。当該年度は、甲号、特別五分利公債を対象とするように指示されているが、前年度に比較してこの方針に基づいている様子を読みとることができよう。

1927（昭和2）年度においては、「減債基金使用方法中内国債買入三千万円ノ使用方法ハ左ノ要項ニ依ル事」とされ、「（イ）二千万円ハ昭和三年度償還期ノ到来スヘキ臨時国庫証券及五分利国庫債券ノ買入ニ充当スルコト」、「（ロ）残額ハ主トシテ五分利公債ノ買入ニ充当スルコト」とされている⁵⁵。表3によれば、五分利国庫債券の買入消却は、従来ほとんど無視しうる程度であったが、当該年度の急増はこの方針に基づくものであることが理解できる。また、方針通りにその残額が五分利公債の買入れに向かっていることも読みとれる。

1928（昭和3）年度においては、「内国債買入資金ハ主トシテ雑五分利公債ノ買入ニ充

⁵³ 「大正十四年度減債基金使用方法ノ件」日本銀行営業局『大正十四年度減債基金関係書類』日本銀行金融研究所保管資料。

⁵⁴ 「大正十五年度減債基金使用方法」（1926年6月28日）日本銀行営業局『大正十五年昭和元年度減債基金関係書類』日本銀行金融研究所保管資料。なお、第1種五分利公債と第2種五分利公債の違いについては、脚注60に対応した本文を参照。

⁵⁵ 「覚書」（1927年11月16日）日本銀行営業局『昭和二年度減債基金関係書類付国債整理基金運用公債買入高報告表』日本銀行金融研究所保管資料。

当スルモノトスルコト」とされ、「買入額ハ先ヅ三千万円見当」とされていた⁵⁶。当該年度も、表3をみる限り、この方針通りに買入れがなされていたことがわかる。

以上のように、1925（大正14）年度から1928（昭和3）年度における減債基金の運用方針と実際の買入対象債の関係をみる限り、大蔵省の方針通りに買入れがおこなわれていたことがわかる。それらの方針には「但シ或種ノ公債市価著シク低落シ他ノ公債相場ト甚シク権衡ヲ失スル虞アル場合又ハ借換所作上必要ト認ムル場合ハ他ノ公債ヲモ買入レ得ルコト」⁵⁷、といった但し書きがついていた。にもかかわらず、全体としてほぼ規定方針通りに買入消却が実行されたという事実は、この時期には国債市価が安定的に推移していたことを物語る。先に述べたように、阪谷芳郎大蔵大臣は、1906（明治39）年における減債基金の再設置の際に、急激な国債価格変動に対する準備金として減債基金を位置づけていた。だが、この時期には国債市価が安定的に推移していたことを反映して、阪谷大臣が述べたような急激な国債価格変動に対する準備金としての減債基金の役割が前面化することはなかったのである。

2. 減債基金の運用と交付公債

ところで、この時期の買入消却対象債の中心は五分利公債であった。五分利公債は、「公募の方法に依りて発行せられたるは僅に最初の二百万円にして、爾余は悉く政府部内の特別会計の引受に依る特別発行か、若くは各種の交付金・買収金に代ふるの代償発行」⁵⁸であった。いま五分利公債の発行状況と買入消却の状況を示すと表6のようになる。

はじめに、発行状況をみると、五分利公債が特別発行か代償発行であることが確認できる。周知のように、特別発行は預金部による引受が大宗を占めており、代償発行は交付公債を指している。この発行状況と買入消却の関係をみれば、その買入対象債が特別発行で発行された証券なのか、代償発行（交付公債）によるものかは、表6からだけでは直截にいうことはできない（資料制約に基づく）。そこで以下では、いくつかの図表によりながら、この点を考察することとする。

まず、交付公債の発行状況と買入消却の対象債との関係について検討する。五分利公債の証券の記号は、発行年により区別されていた。そこで表6では、代償発行（交付公債）の分について記号別の内訳も表出している。この代償発行の記号別の発行状況と買入消却の動向を突き合わせると興味深い事実が看取できる。すなわち、当該年度の最大の買入消却対象債は当該年に発行された証券である、という点である。たとえば、1924（大正13）年に発行された証券は「め号」であるが、その年度における最大の買入消却対象債はその「め号」なのである。この点は、少なくとも1923（大正12）年度から1927（昭和2）年度、1929（昭和4）年度から1930（昭和5）年度までについて指摘できる。また、1928（昭和3）年は「せ号」が発行された年であるが、それは2番目の買入対象債となっており、最大の買入対象債は前年発行の「も号」となっているのである。発行年に買入消却がおこなわれるということは、その趣旨から考えても、預金部引受に代表される特別発行によって発行

⁵⁶ 「覚書」日本銀行営業局『昭和三年度減債基金関係書類付公債買入高報告表』日本銀行金融研究所保管資料。

⁵⁷ 「覚書」（1927年11月16日）日本銀行営業局『昭和二年度減債基金関係書類付国債整理基金運用公債買入高報告表』日本銀行金融研究所保管資料。

⁵⁸ 大蔵省編（1956）、649頁。

表6 五分利公債の買入消却対象債

単位：千円

年度	五分利公債の発行							五分利公債の買入消却			
	特別発行		代償発行				金額 (C)	買入対象債	金額 (D)	D/C (%)	
			名称別		記号別 (暦年)						B/A (%)
	名称	金額	名称	金額 (A)	記号	金額 (B)					
1923	鉄道	3,500	緑高整理	148			9,479	1923年発行分	5,032	86.1	
			救恤	1,466					1920年発行分		2,234
			一時賜金	5,229					1922年発行分		893
			軌道補償	210							
			退職賜金	35,556							
		3,500	42,609						8,159		
24	鉄道 震災善後	4,500 120,000	緑高整理	38	め号	24,206	20,850	め号 あ号 ゆ号 き号	6,832	88.4	
			救恤	1,492	き号	1,228			5,812		
			一時賜金	2,071	ゆ号	355			4,767		
			退職賜金	7,169					1,028		
			復興交付	16,239							
		124,500	27,009		25,789	95.5		18,439			
25	震災善後公債 臨時国庫証券 整理公債	30,000 62,300	緑高整理	919	み号	65,288	29,659	み号 あ号 え号 ゆ号	17,407	86.9	
			救恤	3					3,745		
			一時賜金	2,939					2,658		
			鉄道買収	1,733					1,961		
			軌道補償	650							
		92,300	67,493		65,288	96.7		25,771			
26	鉄道事業 樺太事業 朝鮮事業 震災善後	13,000 2,000 15,000 27,000	緑高整理	60	ひ号	116,104	27,690	ひ号 み号 の号 あ号 え号 恩賜 ふ号	6,481	86.9	
			救恤	999					4,233		
			一時賜金	13					3,425		
			鉄道買収	658					3,167		
			退職賜金	5,726					3,153		
			6,231			1,846					
			82,903			1,765					
			20,000								
			116,590		116,104	99.6		24,070			
27	台湾事業 樺太事業 朝鮮事業 震災善後 関東州事業	5,000 2,000 3,000 20,000 1,000	台湾事業	4,324	も号	142,879	9,162	も号 ひ号 み号	5,602	87.0	
			緑高整理	40	せ号	26,025			1,669		
			救恤	1					702		
			一時賜金	3							
			復興交付	5,587							
			朝鮮事業	4,471							
			退職賜金	192							
			鉄道及軽便								
			鉄道買収	7,374							
			対支借款関係								
			三銀行債務								
			整理	52,036							
			震災手形								
			損失補償	95,071							
		31,000	169,099		168,904	99.9		7,973			
28	鉄道事業 台湾事業 樺太事業 朝鮮事業 震災善後 関東州事業	30,060 4,000 2,000 14,000 30,000 1,000	緑高整理	32	せ号	224,576	27,440	も号 せ号 ひ号 み号	13,706	94.4	
			救恤	0	も号	15,775			6,470		
			一時賜金	4					4,020		
			朝鮮事業	7,570					1,714		
			退職賜金	40							
			復興交付	2,674							
			鉄道及軽便								
			鉄道買収	15,775							
			震災手形	14,674							
			損失補償								
			台湾融資	204,987							
			損失補償	245,756		240,351	97.8	25,910			
29	鉄道事業 台湾事業 朝鮮事業 震災善後 関東州事業	69,000 2,500 15,000 96,300 500	台湾事業	1,642	す号	29,391	4,035	す号 も号 ひ号	2,242	94.7	
			緑高整理	37	せ号	2,243			967		
			救恤	0					614		
			製塩地整理	121							
			一時賜金	2							
			軌道補償	675							
			朝鮮事業	5,805							
			復興交付	2,270							
			対支借款関係								
			三銀行債務								
			整理	21,092		31,634	100.0	3,823			
		183,300	31,644								
30	鉄道事業 台湾事業 朝鮮事業 震災善後 関東州事業	49,800 1,500 13,882 28,790 500	緑高整理	21	す号	14,814	55,603	す号 せ号 も号 恩賜 ひ号	22,793	92.4	
			製塩地整理	6,062					12,715		
			一時賜金	4,108					7,895		
			軌道補償	4,807					4,811		
			復興交付	142					3,185		
		94,472	15,140		14,814	97.8		51,399			
31	鉄道事業 台湾事業 電話事業 電信事業 樺太事業 朝鮮事業 関東州事業 満州事件 臨時国庫 証券整理 震災善後 満州事件 道路事業	31,597 579 9,229 1,150 1,547 13,214 63,372 26,190 56,501 63,372 1,143 205,156	緑高整理	10	第2回	15,935	14,645	せ号 も号	9,681	86.8	
			製塩地整理	4,160	第1回	4,253			3,032		
			一時賜金	1,276	す号	1,199					
			軌道補償	133							
			朝鮮事業	8,196							
			復興交付	16							
			海軍職工	6,658							
			整理公債								
			糸備安定	938							
			融資補償								

注) 1) 煩雑さ为了避免のため、すべてを掲げていない。B/Aは、95%以上、D/Cは、85%以上になるようにリストアップしている。

2) 代償発行で名称別と記号別の発行額の合計値が一致しないのは、後者が暦年別統計であることによる。

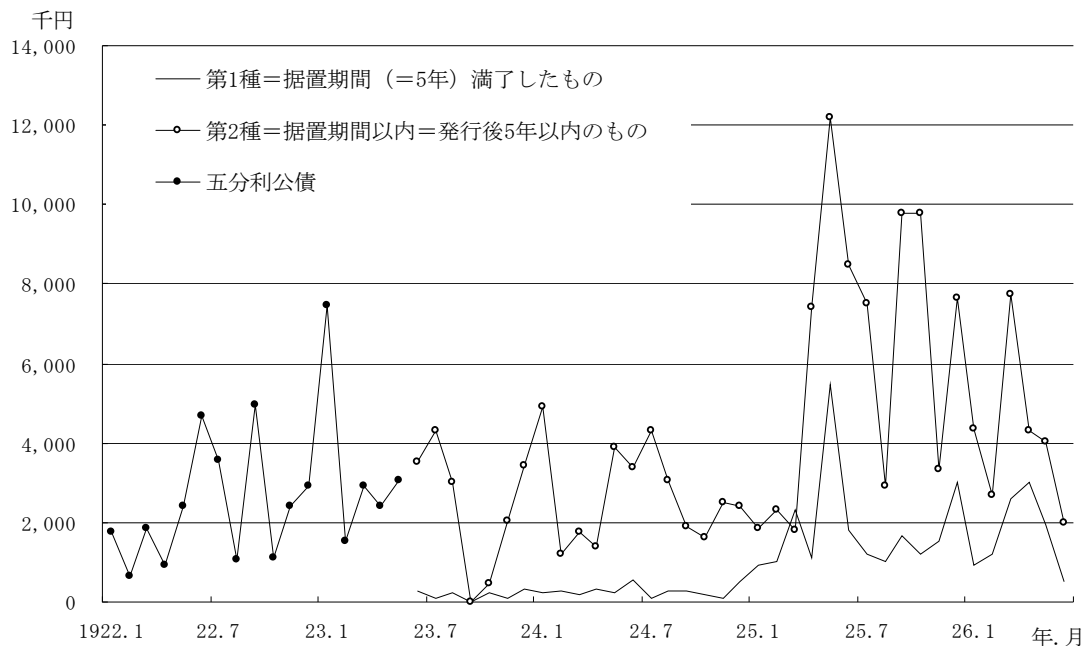
出所：大蔵省理財局編『国債統計年報』各年度版；大蔵省編（1956）、644-649頁より作成。

された証券が対象であるとは考えにくい。それゆえ、この時期に買入消却の対象とされた五分利公債は代償発行（交付公債）として発行された証券であるということができる。こうしてみると、1920年代の減債基金は、当該年に発行された交付公債を主として買い入れていた、ということになる。この点について、もう少し敷衍しておこう。

3. 減債基金の運用と市場

図3は国債市場における五分利公債の売買高を示したものである。ここに示されているように、従来、五分利公債は統一して扱われていたが、1923年6月から第1種と第2種に区別されるようになった。第1種は発行から5年間の据置期間を経過したものであり、第2種はそれを経過していないもの、すなわち発行から5年以内の証券を示している⁵⁹。この図3をみると明らかなように、第1種と第2種の売買高には大きな差がみられる。すなわち、国債市場における五分利公債の売買は、主として発行後5年を経過していない第2種の売買が大宗を占めているのである。

図3 五分利公債の売買高（東京市場）



出所：大蔵省理財局編『国債統計年報』各年度版より作成。

表7は1925（大正14）年度の減債基金による国債の買入れ動向を示したものである。すでに述べたように、表出した1925（大正14）年度における大蔵省の買入れ方針は、雑五分利公債を中心に買い入れることとなっていた。雑五分利公債とは、甲号五分利公債と特別五分利公債を除いたその他の五分利公債すべてを指す。同表によれば、当該年度において、雑五分利公債の買入消却額の割合は70.4%を占めており、ほぼその方針通りに買入れがおこなわれている。さらにみれば、雑五分利公債のうち、第2種五分利公債に対する買入消却は全体の55.7%を占めている。こうした減債基金による買入消却の動向は、上でみた国

⁵⁹ 大蔵省理財局編『国債統計年報』大正10-12年度版、136頁を参照。なお、五分利公債の償還は発行から5年間据え置いた後、その翌年より向こう50年間に実施することとなっていた。この点、大蔵省編(1956)、452-453頁を参照。

債市場の売買動向に対応しているといえる。また、表6によれば、当該年度は「み号」の証券、約1700万円の買入消却をおこなっているが、表7に示される第2種五分利公債を対象とした買入れの74.7%を占めており、こうした動きと整合的である⁶⁰。

表7 減債基金による国債買入れの動向（1925（大正14）年度）

単位：千円

年. 月	五分利公債			五分利公債 (特別)	五分利公債 (甲号)	五分利 国庫債券	四分利公債 (第1, 2回)	合計
		第1種	第2種					
1925. 4	628	353	275	48	926	242	0	1, 845
5	268	227	42	0	623	0	382	1, 273
6	3, 886	841	3, 046	0	0	35	584	4, 505
7	3, 601	636	2, 965	0	0	121	0	3, 722
8	1, 388	411	977	0	0	0	5	1, 392
9	2, 750	409	2, 342	0	0	0	0	2, 750
10	5, 332	559	4, 773	346	254	1, 062	38	7, 032
11	1, 893	533	1, 360	124	44	0	0	2, 061
12	1, 618	135	1, 483	0	0	1, 143	0	2, 761
1926. 1	1, 965	142	1, 823	0	0	0	0	1, 965
2	2, 021	487	1, 535	0	0	4, 355	0	6, 376
3	4, 052	1, 382	2, 670	0	986	1, 011	54	6, 103
合計	29, 402	6, 113	23, 290	519	2, 833	7, 969	1, 063	41, 786
%	70. 4	14. 6	55. 7	1. 2	6. 8	19. 1	2. 5	100. 0

出所：日本銀行営業局「毎月買入高調」『大正十四年度減債基金関係書類』
日本銀行金融研究所保管資料。

さらに、大蔵省から日銀への内達に「内国債ノ償還ハ買入償却ノ方法ニ依ルコト、シ從來ノ通り東京及大阪国債実物市場ニ於テ買入ヲ為スコト」⁶¹とあるように、この時期には、国債の実物市場で買入消却をおこなっていることがうかがわれる⁶²。また、1927（昭和2）年時点で、大蔵当局が「現在デモ内国償還ニ於テ二千万三千万位ノ資金ヲ使ッテ居リマスガ、ソレデモ公債ノ相場ヲ突飛ニ変動サセナイデ買入ヲヤルト云フコトハ非常ニ困難デアリマス」⁶³と述べている点や、「從來ハ主トシテ買入償還ノ方法ニ依ッテ居リマシテ、市場ニ於テ売物ガ出マスト云フト、ソレヲ段々買ッテ行クト云フ方法デアリマスカラ、或場合ニハ甲号五分、特別五分、或ハ四分利公債ヲ買ッタコトガゴザイマス、各種ノ公債ヲ買ッテ居リマス（中略）少クトモ買入償還ノ部分ニ付キマシテハ、良イモノガアレバ大体ニ於テドレデモ買ッテヤルト云フ方針デアリマス」⁶⁴と述べている点からも、この時期には預金部を対象とした買入消却ではなく、市場を通じた買入消却をおこなっていることが読みとれよう。

⁶⁰ なお、すでに指摘したように、翌年度の1926（大正15・昭和元）年度の買入方針には、「第二種雑五分利公債ヲ優先的ニ買入ルハコト」（「大正十五年度減債基金使用方法」（1926年6月28日）日本銀行営業局『大正十五年昭和元年度減債基金関係書類』日本銀行金融研究所保管資料）とされていた。よって、翌年度においても、市場へ流出している第2種雑五分利公債が中心的な買入対象とされたことが推察される。

⁶¹ 「大正十五年度減債基金使用方法」（1926年6月28日）日本銀行営業局『大正十五年昭和元年度減債基金関係書類』日本銀行金融研究所保管資料。

⁶² また、1925（大正14）年度の内達には、「公債ノ買入ハ東京及大阪国債市場ヲ通セシムルコト」とある。「大正十四年度減債基金使用方法ノ件」日本銀行営業局『大正十四年度減債基金関係書類』日本銀行金融研究所保管資料。

⁶³ 富田勇太郎大蔵省理財局長の発言。『第五十二回帝国議会衆議院国債整理基金特別会計法中改正法律案（政府提出）委員会議録（速記）第二回』1927年1月29日。

⁶⁴ 富田勇太郎大蔵省理財局長の発言。『第五十二回帝国議会衆議院国債整理基金特別会計法中改正法律案（政府提出）委員会議録（速記）第三回』1927年1月31日。

以上の諸点を考慮するならば、この時期に買入消却の対象とされた五分利公債は主として交付公債（代償発行）として発行された証券であることがわかる。この時期の減債基金は、市場を通じて交付公債を買い入れていたのである。よって、この時期の減債基金は、交付公債の買入ファンドとしての性格をもっていたといえる。

むすびにかえて

以上、本稿では、1920年代の減債基金を取り上げて検討してきた。最後に、はじめに設定した課題に照らして、本稿での知見をまとめておく。

まず、1920年代における減債基金による国債価格維持策の実態をみると、1923年度における減債基金繰入の再開以降、減債基金への繰入額が増大するなかで、国債流通市場に流出した交付後間もない交付公債を減債基金が買い入れていた。

また、「借換の連鎖時代」を支えていた国債の引受主体としての日銀が、1926年度を最後に国債発行市場から退くなかで、1927年度から減債基金による剰余金繰入が導入された。これは、それまで日銀が担っていた国債の価格維持という国債管理上の役割を、政府内部金融の強化という形で減債基金が代替するようになった、ということができる。いわゆる高橋財政期には、1932年7月の「国債ノ価額計算ニ関スル法律」によって、国債価格が固定化され、流通市場対策の必要性が減少するとともに、減債基金への繰入額が再び減額されたことなどを考えると、1920年代に整備が進んだ国債流通市場対策を担っていたのが、この時期の減債基金であった、ということができよう。加えて、減債基金が買い入れた交付公債のロットが小さいことを想起すれば、市場へ流出してきた小口の交付公債を買い入れることによって一定の価格維持を図っていた点に、減債基金の国債管理政策上の役割を見出すことができる。

さらに、この時期の減債基金が、政府による蓄積基金の一つとして、国債価格維持のためのファンドとして機能しただけでなく、予算編成上のバランス・ファクターとしても機能してきた。この点は、国債整理基金特別会計の設置に関わった勝田主計にも十分認識されており、むしろそれが減債基金の必要論、根拠論とさえなっていた。スミス（A. Smith）やリカード（D. Ricardo）が批判したように、減債基金の存在が、かえって政府支出を増大させてしまうという「減債基金の逆説」といわれる状況が日本でも観察された。とりわけ、1920年度における繰入停止や1932年度における減額といった減債基金の流用が、大蔵大臣としての高橋是清によって実施されたことを踏まえれば、この時期の日本における「減債基金の逆説」を体現していたのが高橋是清であった、ということができよう。

参考文献

- 一ノ瀬篤 (1990), 「1920 年反動恐慌前の過剰流動性対策」『岡山大学経済学会雑誌』第 22 巻第 2 号。
- 伊藤正直 (1983), 「財政・金融」1920 年代史研究会編『1920 年代の日本資本主義』東京大学出版会。
- (1985), 「財政・金融構造」大石嘉一郎編『日本帝国主義史』1, 東京大学出版会。
- 岩波一寛 (1974), 「公信用論」林栄夫・柴田徳衛・高橋誠・宮本憲一編『現代財政学』(現代財政学大系 1) 有斐閣。
- 大内兵衛 (1974), 『大内兵衛著作集』第 2 巻, 岩波書店。
- 大蔵省編 (1953), 『財政金融統計月報』第 35 号, 大蔵財務協会。
- (1956), 『明治大正財政史』第 11 巻, 経済往来社。
- 大蔵省財政史室編 (1998), 『大蔵省史』第 1 巻, 大蔵財務協会。
- 大蔵省百年史編集室編 (1969), 『大蔵省百年史』上巻, 大蔵財務協会。
- 小川郷太郎 (1930), 『国債整理』日本評論社。
- 加藤三郎 (1963), 「戦前・戦後の国債問題」大河内一男編『戦前・戦後の日本経済』東洋経済新報社。
- 北村恭二編 (1979), 『国債』金融財政事情研究会。
- 齋藤壽彦 (1974), 「第一次世界大戦期の正貨処理政策」『千葉商大論叢』第 12 巻第 3 号-B。
- 志村嘉一監修・公社債引受協会編 (1980), 『日本公社債市場史』公社債引受協会。
- 高橋亀吉編 (1985), 『財政経済二十五年誌 政策篇 (上)』図書刊行会。
- 高橋是清 (1936a), 『高橋是清経済論』千倉書房。
- (1936b), 『国策運用の書』斗南書院。
- 武田勝 (2003), 「第一次大戦後における借換債の日銀引受」日本証券経済研究所『証券経済研究』第 43 号。
- (2005), 「国債管理政策と減債基金制度」『中央大学経済学部創立 100 周年記念論文集』中央大学経済学部。
- (2006), 「日露戦後の減債基金」中央大学『経済学論纂』第 46 巻第 3・4 合併号。
- (2010), 「1920 年代における減債基金」中央大学『経済学論纂』第 50 巻第 1・2 合併号。
- 日本銀行審査部編 (1962), 『日本銀行沿革史』第 3 集第 13 巻, 日本銀行。
- (1991), 『日本銀行沿革史』第 2 輯第 3 巻, クレス出版。
- (1993a), 『日本銀行沿革史』第 2 輯第 13 巻, クレス出版。
- (1993b), 『日本銀行沿革史』第 2 輯第 14 巻, クレス出版。
- 日本銀行統計局編 (1966), 『明治以降本邦主要経済統計』日本銀行統計局。
- 原朗 (1981), 「1920 年代の財政支出と積極・消極両政策路線」中村隆英編『戦間期の日本経済分析』山川出版社。
- 山田博文 (1990), 『国債管理の構造分析』日本経済評論社。
- Levy, D. (1986), "The Paradox of the Sinking Fund," in Buchanan, J.M., C.K. Rowley and R.D. Tollison eds., *Deficits*, Oxford: Basil Blackwell. (加藤寛監訳 1990, 『財政赤字の公共選択論』文真堂。)

第6章 1920年代における日本の対外信用

—金本位停止期における公債政策と国際金融市場のリスク・プレミアム—

岸田 真

はじめに

第一次大戦期に日本は輸出の拡大を契機とする「大戦ブーム」を迎え、巨額の国際収支の黒字によって大量の正貨を蓄積し、好況を背景に公債発行をともなう積極的な財政政策を展開した。しかし、大戦ブームの終焉により1920年代には再び国際収支が入超に転じ、政府は再び対外信用の維持という課題に直面する。

1920年代には「在外正貨」による対外決済によって、国内経済への影響を遮断する政策が行われた¹が、「在外正貨」の減少により、新たな外債発行による正貨調達が必要にせまられるとともに、国際金本位制再建の枠組みのなかで、為替相場の安定と金解禁政策の実施が課題となった。また、大戦期の積極財政により1920年末の政府公債発行額は37億円に達し、そのうち外国債は14億円余りを占めていた。また、対外的には日露戦時外債の償還が25年と30年に迫り、償還・借換えをいかに実施するかが重要な課題として存在した。これらの課題は相互に関連しており、政府にとって、為替の安定と金解禁の実施、市場における外債価格の維持、新たな外資導入は「対外信用の維持」という大きな枠組みで捉えることができる。

以上の点に鑑み、本報告では、日本の対外信用について、国際金融市場における「リスク・プレミアム」の視点から検討を行う。新たな外債を発行する際、その発行条件は市場に流通する既存の外債の利回りをベンチマークとするため、市場における公債価格の維持とリスク・プレミアムの縮小は、「在外正貨」を通じた決済メカニズムの維持のためにも必要不可欠であった。そこで本報告では、英米の金融市場における日本の外債の価格とリスク・プレミアムの動向を明らかにし、さらに、1920年代における日本の正貨・為替政策と公債政策の関係を、国際金融市場における公債価格維持政策を中心に検討する。

I 第一次大戦後の国際金融市場と日本外債のリスク・プレミアム

1 第一次大戦後の国際金融市場

周知の通り、第一次大戦後には戦前の世界経済の中心であったイギリス経済の衰退とアメリカ経済の成長によりポンドとドルの二極体制が成立し、国際金融市場はロンドン・ニューヨークの二極体制が成立した。大戦後のロンドン市場では、政府・イングランド銀行による外国起債への規制、外国起債への印紙税引き上げなど、外国起債に対する抑制的な政策が実施され、その結果、対外投資は英国植民地圏への投資にシフトした²。その結果ニューヨーク市場には外国債の需要が集中し、起債額も急増した。表1が示すように、1920年代には外国債発行市場としてロンドン市場は優位性を失い、ニューヨーク市場が規模において凌駕したことがわかる。しかし、アメリカでは国内産業部門での長期資金需要も大きく、外国債は発行条件の面で競合関係にあったため、外国債の発行条件はロンドン市場

¹ 代表的な研究として、伊藤正直（1989）、中村隆英（1985）。

² 鈴木俊夫（2001a）

よりも高金利であったことが指摘されている。

日本政府は、19世紀末よりロンドン市場において外債の発行に踏み切り、日露戦時公債の発行においてはその一部がニューヨーク市場においても販売された。さらに日露戦後にはフランスにおいても外債発行を開始するなど、国際金本位制のもとで外資導入を進めていった。以下では、ロンドン・ニューヨーク両市場における日本政府外債の利回りとリスク・プレミアムを検討する。

表1 イギリス・アメリカにおける外債発行額、1923～1929年（単位 1000ポンド）

	イギリス						アメリカ					
	対英帝国			対外国			対英帝国および米領・植民地			対外国（除英帝国）		
	政府債・ 地方債	公社債	計	政府債・ 地方債	公社債	計	政府債お よび政府 保証債	民間公社 債	計	政府債お よび政府 保証債	民間公社 債	計
1923	69,194	18,430	87,624	26,461	18,491	44,952	22,229	8,663	30,892	55,276	16,081	71,357
1924	56,165	16,014	72,179	43,031	9,350	52,381	63,215	10,423	73,638	164,532	26,949	191,481
1925	33,273	27,262	60,535	1,350	14,970	16,320	54,712	17,086	71,798	138,375	60,278	198,653
1926	33,088	20,227	53,315	30,052	18,361	48,413	26,847	40,659	67,506	120,076	77,176	197,252
1927	60,832	38,851	99,683	18,213	30,546	48,759	55,782	35,172	90,954	165,011	68,166	233,177
1928	47,526	15,344	62,870	20,268	22,204	42,472	27,676	34,201	61,877	157,358	86,804	244,162
1929	30,225	30,881	61,106	4,122	22,469	26,591	33,864	32,280	66,144	20,038	58,841	78,879

出所) イギリス: D. E. Moggridge, *British Monetary Policy, 1924-1931*, Cambridge: Cambridge University Press 1972, Table 16.

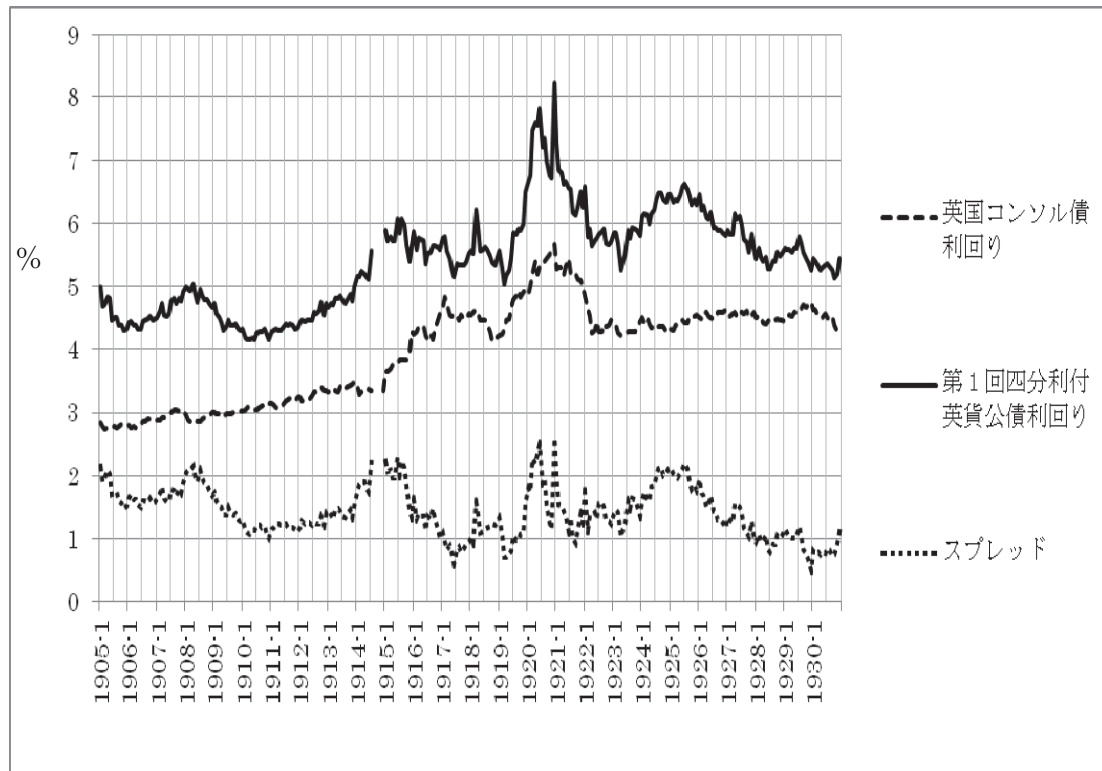
アメリカ: R. A. Young, *Handbook on American Underwriting of Foreign Securities*, Washington D. C.: U. S. Government Printing Office, 1930, Appendix C.

注) 原資料の分類の都合上、アメリカの「政府および政府保証債」には政府保証または政府のコントロール下にある地方債・公社債が含まれる。

(1) ロンドン市場

図1は、ロンドン市場における英国コンソル債と日本政府外債の償還利回りを示したものである。日本政府外債については、1899年発行の第一回四分利付英貨公債をベンチマークとして採用し、その市場価格から償還利回りを算出した。また、英国コンソル債との利回りのスプレッドをリスク・プレミアムと定義する。英国の長期金利に相当するコンソル債利回りは、大戦中から戦後直後にかけて高騰した後、1922年からはおおむね4%台半ばの水準で安定して推移しているが、大戦前と比べると、金利水準そのものが1%以上上昇している。他方、日本政府公債の利回りは、大戦開始後の1915年には6%程度まで上昇し、その後一時的な上昇を記録するが全体的には下落傾向を示すが、1920年から21年にかけて利回りは急上昇し、一時的に8%というこの時期における最高値を記録する。その後利回りは低下するが、1923年から25年にかけて再上昇し、その後は緩やかに下落していく。次にリスク・プレミアムは、大戦中に1%を下回るまで低下するものの、大戦後恐慌が派生した1920年から21年に急激に拡大し、スプレッドは2%台後半まで拡大する。この拡大は一時的なものであり、その後スプレッドは1%台で安定するものの、関東大震災を契機として、1923年から25年にかけて再び上昇し2%まで達し、1925年後半より再び下落し、20年代末には1%付近まで改善している。

図1 ロンドン市場における公債利回りとリスク・プレミアム



資料：日本公債相場：『The Economist』各号 および日本銀行調査局『外貨邦債価格記入表』（日本銀行金融研究所保管資料）、コンソール債相場：NBER Macro history database, m13041c.

（2）ニューヨーク市場

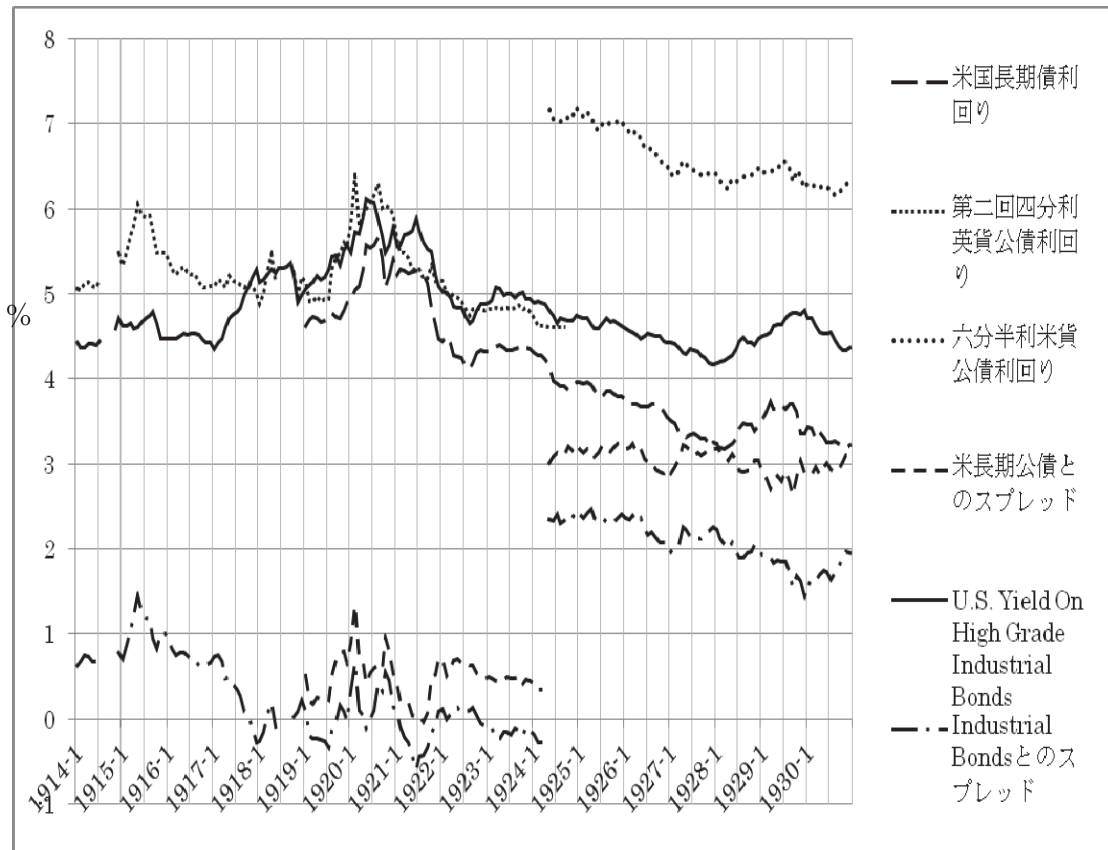
次に、図2よりニューヨーク市場における利回り動向について確認する。連邦長期債の利回りは、英国市場と同様に大戦期に高騰した後、大戦後22年から27年まで、4%台の水準で緩やかに下降し、金融引き締めに移った28年以降再び上昇している。日本外債の利回りについては、大戦前より流通していた第二回四分利英貨公債利回りは、償還期（1925年）が近いことにより利回りは低下し米国債とほぼ同じ水準となっているが、米国市場における最初の大規模起債となった1924年の六分半利米貨公債の利回りは7%へとおおきくジャンプし、以後28年まで持続的に低下していった。

六分半利公債と米国債のリスク・プレミアムをみると、時系列的にはイギリスとほぼ同じ変化をみせるものの、スプレッドは2%台後半から3%台と英国と比べて高いのが特徴である。次に、アメリカにおいて競合関係にあったと想定されるアメリカの高格付け社債の利回りと日本政府外債の利回りを比較すると、スプレッドは1925年における2.5%から漸次低下する傾向が確認できる。

以上の比較を要約すると、第一に、両市場において、リスク・プレミアムの動向はほぼ一致しており、1920年戦後恐慌時の一時的な拡大、関東大震災による拡大と1925年以降の漸進的な縮小という傾向がみられる。第二に、日本政府外債の利回り、スプレッドとも英国市場の方が米国市場よりも低く、日本にとって発行条件（利回り）の点では依然として英国市場の方が有利であったことがわかる。ただし、英国での発行に際しては印紙税が加算され実質的な発行利回りは上昇するため、この差がただちに発行条件の差となる訳で

はないことに留意する必要がある。

図2 ニューヨーク市場における公債利回りとリスク・プレミアム



資料：日本政府債は日本銀行『外貨邦債価格記入表』より利回りを算出。

米国債は NBER, Marco history database m13033a, m13026.

II 第一次大戦後の正貨・為替政策と公債政策

1 関東大震災の対外信用への影響

以上の統計的な検証をふまえ、国内の正貨・為替政策と公債政策を検討し、国際金融市場における利回り・リスク・プレミアムの変化に対してどのような対応がとられたのかについて、大蔵省資料を中心に検討していく。

1920 年恐慌による一時的な変動を除き、日本のリスク・プレミアムが拡大する契機となったのは関東大震災であった。ロンドン市場では、震災前におけるリスク・プレミアムは 1% をわずかに上回る低い水準だったが、震災直後の 9 月末には 1.6% へと大幅に上昇し、以後も拡大していった。このような状況のなか、1924 年 2 月に六分利付英貨公債・六分半利付米貨公債が発行されたが、これらは発行利回りが約 7% という悪条件となり、ロンドン市場において約 2.5%、ニューヨークにおいて約 3% のリスク・プレミアムを加えることを余儀なくされた。このような高金利となったのは、およそ 2 億円の新規発行を加えた 5 億 5000 万円という巨額の起債となったことにくわえ、英国国内市場がきわめて緊縮的であったこと、また、英米同時発行であったために、アメリカでの発行条件はイギリスでの発

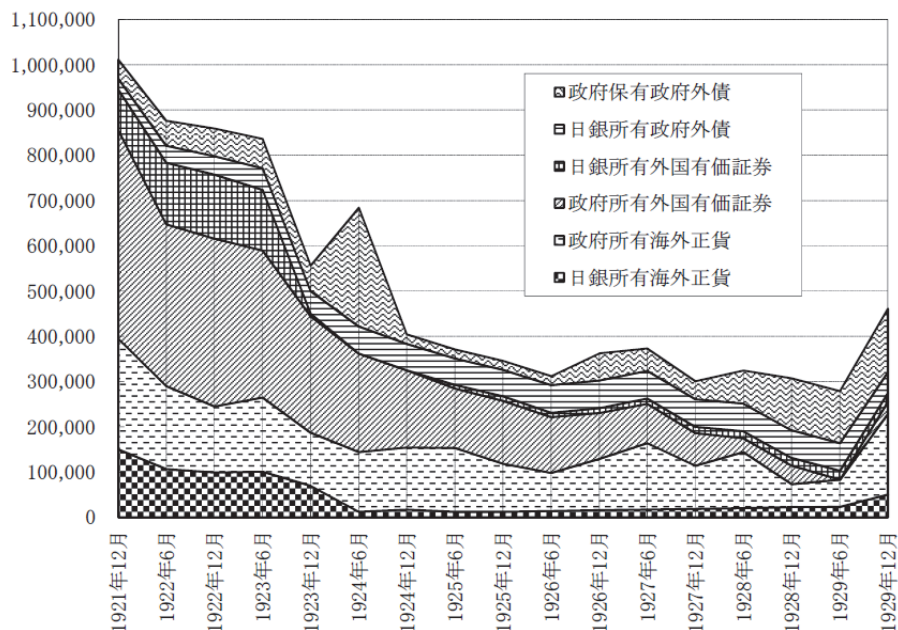
行条件を上回る必要があったからである³。

一方、この間政府は震災復興にともなう巨額の貿易収支赤字によって円相場が下落したことから、およそ3.7億円の在外正貨を外国為替銀行に対して払い下げる為替介入を実施した(図3)。この理由について、大蔵省の資料は次のように述べ、為替相場の低落による外債発行条件の悪化を防ぐという目的が明確に示されている。

第二…為替相場モ震災以来急ニ不安状態ニ陥レリ。尤モ政府(井上大蔵大臣)ハ復興材料輸入ノ急務ナルニ鑑ミ為替相場ヲ維持センコトヲ欲シ為替銀行ニ対シ必要ニ応シ在外正貨を政府及日銀ヨリ払下ケタルカ其額極メテ多ク十一月末迄ノ累計約一億七千万円ニ上レリ。

第三 本年一月清浦内閣成立スルヤ政府(勝田大蔵大臣)ハ為替市場ヲシテ若シ此儘放任スルニ於テハ更ニ異常ノ相場ヲ現出シ一般財界ニ不良ノ影響ヲ与ヘ延テ復興授業ノ進捗ヲ阻害スルノ惧アリト認メ又一方ニハ外債成立間近ノ際円価ノ低落ハ該交渉ニ不利ナル影響アルヘキヲ慮リ一月央頃新ニ正貨払下ノ計画を樹テ、即チ為替維持ノ為メ四月頃迄ニ約二億円ノ正貨ヲ払下クル決心ヲ為スコト…ヲ決定シ(後略)⁴

図3 日銀・政府在外資産残高(単位1000円)



資料: 日本銀行調査局『正貨受払月表』表1に同じ。

外債の成立後、政府は在外正貨払い下げを中止し、その後為替相場は大幅に下落し、24年には平価をおよそ25%下回る、100円=38.5ドルに達した。ロンドン市場においては、為替相場下落にあわせてリスク・プレミアムが2%まで拡大しており、為替相場が対外信用の重要な指標であったことがうかがえる。そして、震災による国際収支の悪化と対外信用

³ 政府外債発行交渉の経緯については、津島(1968)、鈴木(2001b)。

⁴ 「震災以来ノ正貨及為替政策経過概要」大蔵省資料大正13年6月19日付(『日本金融史資料』昭和編第21巻、304頁)。

の低下は、その後の政府の外債発行にも大きな影響を与えることとなり、その回復が政府にとって重要な課題となった。

2 憲政会内閣期の政策転換：金本位制復帰政策と外債償還の促進

第二次護憲運動を経て、1924年6月加藤高明内閣が成立する。この後第一次若槻内閣に至る憲政会内閣期には、対外信用の回復に向けた政策が体系的に実施されていった。この背景には、ドイツ賠償問題の進展や、イギリスが金本位制への復帰を正式に表明するなど、国際金本位制再建への動きがあった。加藤内閣期には浜口蔵相のもと行財政整理が行われ、1925年度予算では一般会計歳出1億5000万円の整理・削減が実施され、同時に、市場での新規公債発行を行わないという意味での非募債主義をとり、減債政策も実施された。原朗の研究が指摘するように、震災復興費が生じたことにより地方・中央全体の財政規模そのものは拡大傾向にあった⁵が、それゆえに、非募債主義・減債促進が対外信用維持の手段としては重要であった。

そしてイギリスが金本位制に復帰した1925年春以降、政府内部でも金解禁準備のための為替回復策が検討されるようになり、同年9月より、国内正貨の海外現送による為替相場回復策が実施された。さらに、1926年11月には翌27年中の金解禁の実施を目指す方針が決定し、表2・表3が示すように、正貨補充策として新たな政府保証債の発行計画が立てられるなど、その具体的準備が進められた⁶。ここで注目すべきは、金解禁を目標とする一連の政策の中で、国債整理基金特別会計、いわゆる減債基金運用における外債償還の位置づけが大きくなったことである。1926年3月の大蔵省文書は、次のように述べている。

現内閣成立以来行政財政ノ整理ヲ行ヒ公債ノ新規発行額ノ減少及非公募方針ヲ実行シタル等ノ為、漸次内債ノ価格昂騰ヲ来シ借換及新規共其ノ条件ノ改善ヲ観タルモ、減債基金ノ既定予算ヲ以テシテハ辛ウシテ内債ノ買入銷却及六分半利米貨公債ノ契約ニ依ル買入資金ヲ支弁シ得ルニ止マリ一般外債ノ償還及価格声価維持ニ資スルノ余裕全ク存セス。就中外債中第二回四分利付英貨公債ハ現在尚二億四千三百余万円ヲ存シ其ノ償還期ハ大正十九年度末（大正二十年一月一日）ニシテ……其ノ大部分ハ海外ニ於テ借換ヲナササルヘカラス。……最近倫敦ニ於テ発行ヲ試ミントシタル政府保証東京市債カ彼是ノ間条件ニ甚シキ懸隔アリ為ニ不調ニ終ハリシコトモ主トシテ本邦既発公債ノ市価低位ナルニ原因スルモノト謂ハサルヘカラス。故第二回四分利付英貨公債ノ借換所作ヲ容易ナラシムル為ニハ今日ヨリ極力債額ノ減少ヲ計リ少クトモ償還期日迄ニ一億円内外ヲ銷却スルト同時ニ延イテ外債ノ市価ヲ昂上ニ資セシムルコトハ万難ヲ排シテ実行セサルヘカラサル処ニ属ス。

……之カ方面ヲ案スルニ従来ニ於ケル減債基金ノ使用方法、即内債銷却ヲ主トスルノ方針を変更シ外債償還資金ノ一部ヲ抛出スルト同時ニ一般会計国債整理基金繰入予算残額ヲ不要トセス償還資金ノ増加ヲ計ルノ必要アリ。

（一） 倫敦市場ニ於ケル大正十五年度以降ノ外債償還額ハ毎年二千万円ヲ降ラサルコト（略）

⁵ 原（1981）。

⁶ 憲政会内閣期の為替政策の転換については岸田（2002）。

表2 1926年～27における外債発行計画（1926～1927年）

年月日 文書名	外債名	発行予定額 (万円)	備考
1926年11月13日 「金解禁実行ニ対スル 準備的施設ニ付テ」 【A】	①横浜市債(保)	4,000	(1926.12 ニューヨークにて発行)
	①第2回東京市債(保)	4,000	(1927.3 ニューヨークにて発行)
	②興業債券	4,400	1927.8満期2200万ドルの借り換え分として
	③満鉄外債(保)	6,000	
	③東拓外債(保)	4,000	
1926年12月13日 「在外正貨補充ニ 関スル件」 【B】	①第2回東京市債(保)	4,000	(1927.3 ニューヨークにて発行)
	②興業債券	3,000	1928.8満期までに長期借換を実施予定
	③満鉄外債(保)	6,000	
	④東拓外債(保)	4,000	1927年秋以降の起債を予定
	④大阪市債(保)	3,000	
1927年2月4日 「外国起債計画ノ 変更ニ関スル件」 【C】	①第2回東京市債(保)	4,000	(1927.3 ニューヨークにて発行)
	②興業債券	3,000	満鉄起債を1928年実施とし、それ以前に 大阪市債を発行する
	③大阪市債(保)	3,000	
	④満鉄外債(保)	6,000	

注:外債名の(保)は政府保証、丸数字は各文書での優先順位をあらわす。

出所:【A】『日本金融史資料昭和編』第21巻、338頁、【B】【C】大蔵省『津島文書』。

表3 1926年11月官邸会議資料における解禁後の正貨収支予想(単位万円、△は支払)

摘 要		収 支	残 高
1926年10月末現在在外正貨残高			19463.5
1926年 11月～12月 収支予想	「国際貸借実勢上」の受取超過	3925.5	
	東京市・横浜市外債手取金	4630	
	1926年中内地正貨現送見込額	2000	
1926年末在外正貨繰越残高			30019
1927年 (金解禁実施年) 収支予想	「国際貸借実勢上」の支払超過	△16895	
	為替思惑による資金移動	△15000	
	東京市外債(ニューヨーク)手取金	3480	
	政府保証興業債券2200万ドル償還	△4400	
	1927年中内地正貨現送	6500	
1927年末在外正貨繰越高			3704

出所)「金解禁ノ実行ト将来ニ於ケル我国正貨収支関係」

注)「在外正貨残高」は、政府・日銀保有在外正貨と横浜正金銀行為替買持高の合計

(二) 一般会計国債整理基金繰入予算残額ヲ不要トセス償還資金ノ増加ヲ計ルコト (略)
第一項減債基金使用方法ニ付テハ別途大正十五年度償還計画ノ決定ニ依リ之ヲ決スルコ
トトシ、差当り第二項ノ一般会計国債整理基金繰入予算残額ニ付テハ大正十四年度ヨリ之
ヲ実行スルコトニ御決定相成可燃哉⁷。

この資料が示すように、減債基金が内債の償還に充てられたため外債の市場価格が改善
しておらず、新規外債発行が困難であり、また 1930 年に満期となる日露戦時公債の償還を
円滑に実施するため今後 5 年間で 1 億円の英貨公債買入れが必要であるとして、減債基金
による外債買入れが決定した。この結果、表 4 が示すように、1925 年度には 2545 万円、

⁷ 「大正十四年度国債整理基金繰入予算残額繰入ノ件」大蔵省理財局国債課 大正 15 年 3 月 25 日付 (大蔵省『昭和財政史資料』3-25)。

表4 発行主体別外債残高（単位：1000円）

	国債		市債		社債等	
	年末残高	対前年増減	年末残高	対前年増減	年末残高	対前年増減
1914	1,524,602	-5	176,976		166,715	
1915	1,493,155	-31,447	176,805	-171	166,507	-208
1916	1,384,853	-108,302	175,003	-1,802	166,174	-333
1917	1,348,587	-36,266	173,176	-1,827	165,885	-289
1918	1,311,137	-37,450	168,457	-4,719	165,238	-647
1919	1,311,137	0	147,246	-21,211	165,015	-223
1920	1,428,293	117,156	140,264	-6,982	47,384	-117,631
1921	1,362,370	-65,923	137,009	-3,255	33,358	-14,026
1922	1,358,973	-3,397	134,208	-2,801	26,400	-6,958
1923	1,320,614	-38,359	131,319	-2,889	132,941	106,541
1924	1,514,265	193,651	127,451	-3,868	194,525	61,584
1925	1,500,215	-14,050	124,578	-2,873	332,816	138,291
1926	1,477,868	-22,347	220,265	95,687	348,436	15,620
1927	1,460,232	-17,636	257,821	37,556	315,432	-33,004
1928	1,453,092	-7,140	254,288	-3,533	470,444	155,012
1929	1,446,894	-6,198	249,746	-4,542	465,423	-5,021
1930	1,567,325	120,431	244,678	-5,068	455,867	-9,556
1931	1,477,334	-89,991	240,697	-3,981	505,911	50,044
1932	1,398,296	-79,038	232,108	-8,589	467,760	-38,151

出所：日本銀行調査局『外債調』昭和8年版、日本銀行金融研究所保有資料。

注：「社債等」には、特殊会社ならびに特殊銀行発行債券が含まれる。

26年度には1680万円の政府外債が償還され、これは各年度における減債基金使用額のそれぞれ48%、37%に達した。

さらに、1927年には国債整理基金特別会計法が改正され、前々年度一般会計歳出剰余金の4分の1以上を減債基金に繰入れることが決定し、1927年度における減債基金会計の繰入額は1億円近くまで増加した。この法案成立を前提に作成された減債基金使用計画によれば、減債基金繰入額9855万円のうち、第二回四分利付英貨公債買入に1000万円、六分半利付米貨公債買入に1000万円、担保充用喪失証券買入（外貨債）300万円が充当され、さらに市場からの買入売却3555万円のうち1000万円以上を外債売却に充当することが記されている⁸。

以上に示したように、憲政会内閣期においては、1925年頃より金本位制への復帰を前提とした対外信用の回復策が、為替政策、公債政策の双方において実施され、内国債の非募債主義と合わせて、減債基金の拡充と、政府外債償還の促進が明確に位置付けられていた。これは同時に、国際金融市場における公債利回りの改善を通じて、新外債（市債・社債）発行条件を改善し、正貨補充を図ることを目的としており、さらに、1930年に償還期を迎える外債の借換え準備を行うという、金解禁実施後の正貨政策を見越した対応でもあった。そして、海外市場における公債価格および利回りのスプレッドは図1・図2が示すようにこの時期顕著に回復傾向を示しており、政府の対外信用回復への取り組みが市場でも評価されたといえよう。

⁸ 「昭和二年度減債基金使用方法ノ件」大蔵省国庫課 昭和2年1月13日付（大蔵省『昭和財政史資料』5-72）。

3 田中内閣期の公債政策の転換と預金部資金による政府外債買入れ

さて、憲政会内閣期における金解禁を目標とした政策は、最大の課題として位置づけられた震災手形処理問題でつまずき、1927年の金融恐慌へと至る。若槻内閣に代わり成立した田中義一内閣は、金解禁政策については当面棚上げにするとともに、昭和恐慌処理のために多額の交付公債を発行し、帝都復興費の公債支弁化、鉄道公債の発行など、政友会の積極政策の方針にもとづき国債の新規発行をとまなう積極的な財政政策を展開した。

この政策転換は、憲政会内閣期に決定した公債政策にも変化をもたらし、27年度における減債基金の使用内訳は上述の資料で示した当初計画から大幅に変更され、内債 8576 万円、外債 762 万円と、大半が内債の買入れ資金として使われた。これは、交付公債の大量発行により国内の公債市場の需給バランスが崩れたため、減債基金を用いて国内における公債相場を買い支える必要によるものであった。さらに、1928 年度の減債基金の使用額は、基金への新規繰入額約 1 億円のうち 2800 万円余りに満たず、残額をすべて翌年度に繰り越している⁹。政友会内閣期に、減債基金は再び国内における公債市場の価格維持の手段へと回帰したのである。

しかし、田中内閣期においても、減少する在外正貨補充のための外債発行の必要性は高まっており、満鉄、東洋拓殖、そして東京電灯の外債発行による 1 億円以上の正貨補充政策が計画されていた。このとき、減債基金にかわり国際金融市場における日本国債の価格維持の役割を果たしたのが、大蔵省預金部資金であった。表 5 は、1927 年度末と 28 年度末における預金部資産に計入する外債建て資産の内訳を示したものである。この表から明らかのように、預金部資産に占める政府外債の残高は、27 年度末の 4568 万円から 28 年末には 1 億 2164 万円へと増加している。このうち 3193 万円は日銀が保有する政府外債と預金

表5 預金部における英貨・米貨建て資産保有高 単位：円

		昭和2年度末	昭和3年度末	増減
預金部資金総額		2,232,901,532	2,443,658,673	210,757,141
国債勘定	第二回四分利英貨公債	369,041	2,614,922	2,245,881
	第三回四分利英貨公債	7,910,080	17,183,661	9,273,581
	六分利付英貨公債	33,542,471	65,386,130	31,843,659
	第四回満鉄社債（英貨）	3,299,894	4,777,036	1,477,142
	六分半利付米貨公債	0	5,049,102	5,049,102
	五分利付英貨公債	0	5,548,313	5,548,313
	第一回四分利付英貨公債	0	5,429,692	5,429,692
その他勘定	東洋拓殖会社債券（米貨）	0	609,824	609,824
	南満洲鉄道社債（英貨）	0	3,930,584	3,930,584
	東京市債（英貨）	566,254	6,403,152	5,836,898
	横浜市債（米貨）	0	4,710,088	4,710,088
外債保有残高合計		45,687,740	121,642,504	75,954,764
在外資金勘定	英国大蔵省証券	37,294,660	146,445	-37,148,215
	英貨預金	31,881,041	27,344,701	-4,536,340
	米国大蔵省証券	20,721,980	2,908,700	-17,813,280
	米国自由公債	2,006,000	0	-2,006,000
	米貨預金	13,439,151	32,782,020	19,342,869
	計	105,342,832	63,181,866	-42,160,966

出所：預金部資金運用委員会第21回会議（1928年6月4日）、及び同第26回会議（1929年6月12日）議事録
（大蔵省『昭和財政史資料』第1号29冊）

⁹ この点について、田中内閣の三土忠造蔵相は、近い将来の金解禁実施に備えて減債基金を使用せず繰り越したと説明している（武田勝（2010）、186頁）。

部が保有する内債の交換を実施したことによるが、残額 4379 万円は、預金部資産、なかでも預金部が保有する在外正貨による外債買入れであった。

預金部資金による外債買入れの理由については、資金運用委員会の議事録に記載がないため直接的な理由は明らかではないが、表 5 から分かる通り、この間に買入れられた公債はイギリス市場を中心に幅広い銘柄にわたっており、市場における価格維持のための買入れであったことがうかがわれる。この時期の国際金融市場では、リスク・プレミアムは安定的であるものの、英米とも金融引き締めにより長期金利が上昇したため政府公債の価格が下落し、利回りが上昇していた（図 1・図 2）。また、実際に買入れが行われた時期には、ロンドンにおける満鉄外債の発行交渉が行われており、発行条件をめぐり発行団側と政府側で大きな隔たりがあったことが記されている¹⁰。実際に、預金部資金による英貨公債の買入れは交渉が行われた 8 月と 10 月に集中しており、新規外債の発行条件改善のため、既存の外債購入による価格引き上げが行われたと推察される。

以上のように、田中内閣期においては、減債基金による外債償還政策は凍結されたが、かわりに預金部資金が国際金融市場における買入れ資金として使用されたことが特徴であった。ここで問題となるのは、減債基金償却と預金部買入れの相違点である。それは市場から買入れた公債を「償却」するか、「保有」し続けるかの違いと言える。預金部資金によって買入れられた政府外債は、預金部の資金運用の一環として資産勘定に計上されていた。また、下記の資料が示すように、市場価格への影響から換金性に制限があるものの、政府の在外資産（広義の在外正貨）の一部であったと述べられている。

現在我邦ノ在外正貨保有高ハ昭和三年十一月末ニ於テ

政府所有 九六、六八〇、〇〇〇円

日本銀行所有 二二、三二〇、〇〇〇円

計 一一九、〇〇〇、〇〇〇円

ニシテ最近ノ年度ニ於ケル政府ノ正貨振替対外支払額ハ別表第一ノ通り約九千万円ナルヲ以テ現在ノ正貨所有高ヲ以テセハ大体ニ於テ一年二三ヶ月ヲ維持スルニスキサルヘシ。

併シ此ニ考慮ヲ要スルハ政府及日銀ニ於テ保有スル外貨証券ノ資金化ノ問題ナリ。之等ノ外貨証券ハ一面在外資金運用ノ手段ナルモ他面何時ニ於テモ之ヲ資金化シ以テ正貨補充ニ資スヘキ目的ヲ有スルモノナリ。而シテ其ノ現在高ハ別表第二ノ通り一億九千万円ヲ超ユ。併シ之ガ資金化ハ極メテ徐々ニ行ハル可キモノニシテ若シ急速ニ之ヲ行フトキハ之カ為証券市価ヲ崩シ啻ニ之ヲ所有スル政府日銀ノ欠損トナルノミナラス我対外信用ヲ傷ケ我新発行其他ニ極メテ不利ナル影響ヲ齎スヘシ。依テ之カ資金化ハ相当長期ニ渉ルヘキモノトシ其ノ処分得可キ金額ハ既往ノ実績ニ徴シ先ツ一カ月百万円ヲ限度トスヘシ。

預金部資金による外債買入れは、市場における公債価格を維持するための方策として実施されたものであり、結果的には、在外正貨の流動性を低くするリスクをとまうものであった。にもかかわらず市場からの買入れを実施しなければならなかったことが、外債発行を前提とした対外信用維持の重要性を物語っている。

¹⁰ 南満州鉄道外債発行交渉については岸田（2000）。

むすび

以上本報告では、1920年代における国際金融市場における日本政府公債の信用と、その維持にむけた政府の対外経済政策について検討した。

国際金本位制における対外信用の基礎となるのは、為替相場の安定と財政の安定、言い換えれば維持可能性であり、とくに巨額の内外債を抱える日本にとって、公債政策は対外信用の点からも、また新たな外債発行の可能性を維持するためにも重要であった。国際金融市場におけるリスク・プレミアムは、日本の政治・経済状況を反映しており、とくに関東大震災の発生と為替低落はプレミアムを拡大させ、日本外債の利回りは7%まで上昇するなど、日本の対外信用上の最大の危機となり、そこからの回復が、国際金本位制への復帰をめざす政府にとって重要な課題となった。

憲政会内閣期には、金解禁を念頭に置いた為替回復・財政緊縮・公債整理政策が体系的に展開され、対外信用の回復が目指された。公債利回り・リスク・プレミアムの低下は、金解禁実施後の外債発行継続の条件でもあり、財政規模縮小の余地の小さい状況において、政府は非募債方針をとりつつ、減債基金を通じた政府外債の償還を拡大し、為替対策とともに対外信用の回復に一時は成功したといえる。また、政友会内閣期においては、減債基金が公債発行増加にともなう国内債消化資金として位置づけられ、外貨公債償還への使用は縮小した。しかし、消極的ながらも対外信用の維持がはかられており、それが預金部資金による政府外債の買入れによって行われたのが特徴であった。

さらに、国際金融市場における外債買入れと「在外正貨」の関係をみると、「在外正貨」の位置づけは、1920年代前半の為替介入資金から後半には国債市場価格維持のための介入資金へと変化したといえる。政府による外債の買入れは、その財源が減債基金であれ預金部であれ、政府勘定における「在外正貨」の減少を意味しているが、市場における利回りの低下により、新たな外債発行が実現すれば正貨の補充が可能となる。このバランスが取れている限りにおいて、金本位停止下における内外均衡を維持することが可能であり、実際に1920年代後半において在外正貨の水準は保有政府公債を含めて3億円の水準を維持していた。しかし、新たな外債発行の可能性が限られてくると、金本位停止のものでの対外信用維持政策には限界が生じ、ここにおいて再び金解禁問題が唯一の解決策として登場したのである。

参考文献

- ・石井寛治編（2001）『日本銀行金融政策史』東京大学出版会。
- ・伊藤正直（1989）『日本の対外金融と金融政策』名古屋大学出版会。
- ・大蔵省『昭和財政史資料』（国立公文書館所蔵）。
- ・大蔵省昭和財政史編集室編（1954）『昭和財政史』第6巻「国債」東洋経済新報社。
- ・———（1965）『昭和財政史』第3巻「歳計」東洋経済新報社。
- ・———（1967）『昭和財政史』第7巻「大蔵省預金部・政府出資」東洋経済新報社。
- ・大蔵省理財局『金融事項参考書』各年。
- ・岸田真（2000）「南満州鉄道外債交渉と日本の対外金融政策，1927～1928年」『社会経済史学』第65巻5号。
- ・———（2002）「東京市外債発行交渉と憲政会内閣期の金本位復帰政策，1924～1927年」『社会経済史学』第68巻4号。
- ・———（2003a）「1920年代日本の正貨収支の数量的検討—『在外正貨』再考—」『三田学会雑誌』（慶應義塾大学）第96巻1号。
- ・———（2003b）「昭和金融恐慌後のアメリカの対日経済認識と日米経済関係—1927年10月，モルガン商会ラモントの訪日を通じて—」『三田学会雑誌』（慶應義塾大学）第96巻3号。
- ・鈴木俊夫（2001a）「戦間期のロンドン外債市場」『三田商学研究』（慶應義塾大学）第43巻6号。
- ・———（2001b）「戦間期ロンドン金融市場における日本政府外債の発行活動」杉山伸也・J.ハンター編『日英交流史 1600-2000』第4巻「経済」。
- ・武田晴人（2002）「景気循環と経済政策」石井寛治・原朗・武田晴人編『日本経済史 3 両大戦間期』東京大学出版会。
- ・武田勝（2010）「1920年代における減債基金」中央大学『経済学論纂』第50巻第1・2合併号。
- ・津島寿一（1964）『森賢吾さんのこと 下』（芳塘随想第12集），芳塘刊行会。
- ・———（1968）『我国の国際貸借及び対外金融』（芳塘随想第17集）芳塘刊行会。
- ・中村隆英（1985）『明治大正期の経済』東京大学出版会。
- ・日本銀行調査局編（1968）『日本金融史資料 昭和編』第21巻，日本銀行。
- ・日本銀行調査局『外債調』各年，日本銀行金融研究所保有資料。
- ・日本銀行調査局『正貨受払月表』日本銀行金融研究所保有資料。
- ・日本銀行統計局編（1966），『明治以降本邦主要経済統計』日本銀行統計局。
- ・原朗（1981），「1920年代の財政支出と積極・消極両政策路線」中村隆英編『戦間期の日本経済分析』山川出版社。
- ・森賢吾（1930）「国際金融」（金融研究会講演集第4編），『金融研究会講演集（復刻）』Ⅰ，金融経済研究所，1973年。
- ・National Bureau of Economic Research, NBER Macrobhistory Database.
- ・Mintz, Ilse (1951), *Deterioration in the Quality of Foreign Bonds Issued in the United States 1920-1930*, National Bureau of Economic Research.
- ・The Economist, London.
- ・Young, Ralph. A.(1930), *Handbook on American Underwriting of Foreign Securities*, US Governmental Printing Office.

補 論

2009 年 5 月 16 日 東京大学
日本金融学会 2009 年度春季大会
金融史パネル
Panel Session

危機と革新の金融史
－1920 年代、30 年代の日本－
Crisis-innovation spiral in financial system :
the Japanese experience in the 1920s and 30s

座長 Chair
齊藤 寿彦 (千葉商科大学)
SAITO Hisahiko, Chiba University of Commerce

報告者 Presenter
経済環境とマクロ経済政策
Macro Economy and Policy Responses
鎮目 雅人 (日本銀行)
SHIZUME Masato, Bank of Japan

銀行経営の変容
The change in the Japanese banking management
佐藤 政則 (麗澤大学)
SATO Masanori, Reitaku University

プルーデンス監督の形成－大蔵省銀行検査を中心に－
The Development of Prudential Supervision :
Focusing on the MOF Bank Examination
邊 英治 (横浜国立大学)
HOTORI Eiji, Yokohama National University

コメンテーター Discussant
野下 保利 (国土舘大学)
NOSHITA Yasutoshi, Kokushikan University
矢後 和彦 (首都大学東京)
YAGO Kazuhiko, Tokyo Metropolitan University
靄見 誠良 (法政大学)
TSURUMI Masayoshi, Hosei University

報告概要

危機から革新が生まれ、その革新が更なる危機を招き、そこからまた革新が生起する。こうしたスパイラルな展開を意識しながら、1920年代、30年代における日本の経験を中心に議論を行いたい。各報告では、当時、何が問題となり何か新たに生まれたのかについて、それに関係する研究史も含めてフォローする。

経済環境とマクロ経済政策

鎮目 雅人

本報告では、1920～30年代日本の経済環境を概観したうえで、マクロ経済政策面の対応について論じる。その際、とくに、当時の日本が開放小国（small open economy）としての性格を有していたことの意味を改めて考えてみたい。1920年代の日本は、金本位制という固定為替レート制への復帰を目指す開放小国として位置付けられる。一方、1931年末の金本位制離脱を機に、円は主要国通貨に対して大幅な切り下げとなったが、その後の日本は変動為替レート制に移行したわけではなく、基本的に固定為替レート制下で政策運営を行っていた。こうした状況のもとで、海外経済の動向が日本経済にどのような影響を与えていたか、また、世界恐慌下の開放小国日本には、どのような政策上の制約と処方箋が存在したのかを、先行研究を踏まえながら整理したい。

銀行経営の変容

佐藤 政則

本報告では、第一次大戦期のブームまで、主流と見なされていた企業プロモートタイプの銀行経営観が、1920年反動恐慌と関東大震災(1923年)を契機に、どのように変容していくのかを検討する。そのさい1927年金融恐慌、30年金解禁、昭和恐慌をなんとか凌いだほとんどの銀行(経営者)が、程度の差はあれ、「預金取付け恐怖症」と「貸出焦げ付き恐怖症」という二つの恐怖症に罹病したことがポイントになろう。銀行の安全性を確保するために、どのような経営が模索され、そこから何が新たに生まれていくのか。銀行の統合、協調行動、支払準備等々を中心に具体的に論じたい。

ブルーデンス監督の形成—大蔵省銀行検査を中心に—

邊 英治

金融危機は、金融理論・金融政策・金融機関経営などさまざまな側面で革新をもたらす。銀行監督もまた例外ではなく、金融危機を契機として量的・質的に発展してきた。本報告では、①西南戦争～松方デフレ期、②日露戦後不況～第一次世界大戦期、③1920年反動恐慌～昭和初期、という本パネルのテーマ「危機と革新の金融史」にふさわしく、かつ銀行監督の進化を考察する上で重要と思われる3つの局面を中心にとりあげる。

周知のように、戦前期日本の金融システムは、戦後高度経済成長期と比べると、大きな金融不安定性を内包しており、それへの対応は金融当局の重要な政策課題であった。では、金融危機のなかで、戦前期の大蔵省銀行検査は、制度面・実態面でブルーデンス監督という形に、どのようにして進化していったのだろうか。本報告では、日本経済や銀行業の近代化との関係に留意しつつ、この問題に迫ることとしたい。

補論 1

日本におけるブルーデンス監督の形成
—その組織・制度・機能：1873～1943—*

邊 英治

はじめに

周知のように、戦前期日本の金融システムは、幾度も金融危機に見舞われた。松方デフレ、1890年恐慌、1900年恐慌、1907年恐慌、1913-14年恐慌、1920年反動恐慌、1922年石井ショック、1923年関東大震災、1927年昭和金融恐慌、1930-31年昭和恐慌など枚挙に暇がない¹。このような金融危機を経る中で、銀行経営者の経営理念は、「産業プロモーター」から「預金取付恐怖症」へとその趨勢が変化していく²。

では、「危機と革新」という螺旋（spire）の中で、日本のブルーデンス監督はどのように形成されていったのだろうか。本稿では、戦前期日本のブルーデンス監督の中核的手段であった大蔵省銀行検査にフォーカスしつつ、その組織・制度・機能を明らかにしていく。

ところで、大蔵省銀行検査に関する重要な先行研究は、2003年以降に筆者が発表してきたもの³を除けば、きわめて少ない。その中でまず取り上げるべきは、土屋喬雄による第一国立銀行に対する大蔵検査の紹介だろう。土屋は、『第一銀行史』の中で、日本史上はじめて実施されたA.シャンド主導による銀行検査の実態について、史料紹介を中心にしつつ、その特徴の一端を明らかにしている⁴。

アカデミズムの世界において、大蔵省銀行検査を重要な政策手段としてはじめて位置づけたのは、進藤寛（1968）だろう。進藤は、銀行検査が銀行合同を促進していくという側面を、いくつかの事例に基づき明らかにしている。検査・監督・監査史研究のパイオニアである齊藤の研究も見逃せない。齊藤壽彦（1998）は、1928年日本銀行考査の成立と関わって、大蔵省銀行検査の制度的枠組みを整理している。

しかしながら、これらの先行研究は、大蔵省銀行検査の一部の機能にのみ着目するか、制度的概要を整理するにとどまっている点で、疑問が残る。とりわけ大蔵省銀行検査の銀行規制体系の中での位置づけや包括的な機能（機能の変遷を含む）については、ほとんどブラックボックスの状態であったといってもよいだろう。本稿では、できうる限り一次史料に則しつつ⁵、大蔵省銀行検査がブルーデンス監督へと進化していくプロセスを「危機と革新」のコンテキストの中で、通史的に解き明かしていくこととしたい。

* 本稿は、日本金融学会 2009 年春季大会における金融史パネル「危機と革新の金融史—1920 年代、30 年代の日本—」での私の報告「ブルーデンス監督の形成—大蔵省銀行検査を中心に—」に加筆修正を加えたものである。

¹ 戦前期の金融危機の概要については、さしあたって大島清（1952, 1955）を参照されたい。また、世界的には、Reinhart and Rogoff (2009) が長期にわたって世界中で勃発した金融危機を分析している。

² 戦前期日本の銀行経営者の変化については、佐藤政則の研究を参照されたい。

³ さしあたって、邊英治（2003）、邊英治（2004b）、邊英治（2005b）、邊英治（2006）を参照されたい。

⁴ 第一銀行八十年史編纂室編（1957）。

⁵ 特に、第 3 節、第 4 節を叙述するにあたっては、多くの銀行の検査事例を参照している。そのリストを別表 1 として、本稿末尾に付している。

1. 国立銀行時代：1873-1893

周知のように、日本の近代的銀行制度は、1873 年国立銀行システムの導入からスタートする。それは、アメリカの National Banking System に強く影響されたものであり、同時に銀行検査制度が導入されることとなった。明治前期の銀行監督の中心をなしたのは、国立銀行に対する大蔵省銀行検査であったといっていよう。

しかしながら、従来その内容については、1875 年第一国立銀行に対する A.シャンドによる検査のケースを除いて、ほとんど明らかでなかった。本節では、当時の銀行検査の実態（とりわけその機能）について、大阪第二十六国立銀行、大阪第三十二国立銀行、岐阜第十六国立銀行、東京第十五国立銀行に対する大蔵省銀行検査の一次史料⁶に基づき、解明していきたい。

（1）組織・制度

国立銀行への検査を担当したのは大蔵省銀行局であったが、専任の検査官は置かれておらず、兼担であった。当初は、大蔵卿大隈重信の下、岩崎小二郎銀行課長（局長）が銀行検査を指揮していた。1881 年、明治十四年政変で大隈が下野した後は、大蔵卿松方正義の下、加藤済銀行局長が銀行検査を指揮することとなった。当時の銀行検査官には、外山脩造、堤長發、原田二郎など概して若く、才能のある者が多かった。

ここで、国立銀行時代の大蔵検査の頻度を示した表 1、表 2 をみよう。当時の検査実施数は、平均で年 56.5 行であった。また、平均のカバレッジは 48.4% であり、当時の検査頻度は 2 年に 1 回程度のペースであったことが窺われる。ところで、大隈・岩崎時代（1875-1881 年）の検査頻度は概して高い。この期間の検査実施数は、平均で年 84.9 行であり、平均のカバレッジは 102.4% に達している。つまり、この期間には検査は年 1 回のペースで行われていたのである。大隈と岩崎は、後継者たちより銀行検査に熱心であったといっていよう。

表 1 国立銀行に対する大蔵検査頻度の推移①, 1875-1884 年

	1875	1876	1877	1878	1879	1880	1881	1882	1883	1884
検査実施数	23	18	13	65	107	177	191	54	34	7
国立銀行数	4	5	26	95	151	151	148	143	141	140
カバレッジ (%)	575.0	360.0	50.0	68.4	70.9	117.2	129.1	37.8	24.1	5.0

出典: 明治財政史編纂會編（1905）603~605 頁、大蔵省編纂（1937）79 頁。

表 2 国立銀行に対する大蔵検査頻度の推移②, 1885-1893 年

	1885	1886	1887	1888	1889	1890	1891	1892	1893
検査実施数	14	25	26	22	119	27	47	103	1
国立銀行数	139	136	136	135	134	134	134	133	133
カバレッジ (%)	10.1	18.4	19.1	16.3	88.8	20.1	35.1	77.4	0.8

出典: 前掲表 1 参照。

⁶ 『大隈文書』（マイクロフィルム）。当時の検査報告書等はずし字で執筆されており、判読が困難であるが、次の論文の中で該当する翻刻が参照可能である。邊英治（2007b）、邊英治（2008）、邊英治（2009）。

(2) 機能

一般的に、プルーデンス監督の機能は、金融システム安定（信用秩序維持）にあると考えられている⁷。しかしながら、その機能は発展途上国には必ずしもあてはまらないことに留意する必要がある。本稿では、当時の銀行検査報告書に関わる一次史料をできる限り多く利用することで、銀行監督の機能について深く掘り下げてみたい。

当時の銀行検査報告書をみると、まだ定まった様式は使用されておらず、くずし字による書簡同然のものであり、箇条書きすら行われていなかった。後でみるように、検査で指摘指導された事項も個別の銀行の実情に即してバラバラであり、当時の大蔵省銀行検査は試行錯誤の段階であったという印象を、一次史料から受ける。

ここで、当時の大蔵省銀行検査の機能を明らかにするために、当時の検査で指摘された具体的な経営問題と指導の内容について、個別的にみよう。

大阪府に位置する第二十六国立銀行は、1878年に大蔵検査を受けた。検査のなかで、同行は、①粉飾会計（池田家からの預金を資本金として計上）、②ガバナンスの機能不全（重要な経営情報が銀行役員間で共有されず）、③アカウントビリティ意識の欠如（証書類の準備不足、説明内容・書類が不明瞭）、④不適切な検査対応（検査官への虚偽の回答、書類提出期日の引き延ばしなど）、⑤経営者の希薄な責任意識（粉飾会計が行われた責任を大蔵省や池田家へ転嫁）、⑥政治力の濫用（大阪府知事の権力を利用して検査結果のもみ消しを画策）といった経営上の問題を抱えていることが明らかにされた。そして、検査官は減資を行うことを要求している。

同じく大阪府に位置する第三十二国立銀行は、1878年に大蔵検査を受けた。検査のなかで、同行は、①帳簿の記載漏れ（7月より諸帳簿の記入がストップ、そのまま「等閑」にされていた）、②増資金の入金不足（「増株金」の内、5～10万円が入金不足）、③隠れた借金（「他ヨリ借入金」が、10万円余り存在）、④不良債権問題（平瀬頭取関係の貸付金5万円などが「損失ノ恐れ」）といった経営上の問題を抱えていることが明らかにされた。その責任を取る形で取締役の白木保三が辞任に追い込まれたが、これは事実上の更迭であったとみてよいだろう。

岐阜県に位置する第十六国立銀行は、1878年に大蔵検査を受けた。検査のなかで、同行は、①現金有高の不足（株主への「一時」貸付に伴う記帳を行っていないことが発覚）、②準備金不足（増資金の大半を貸付等に回した結果、準備金が不足）、③検査に非協力的（帳簿の担当者が、「病氣之趣ニテ」出勤せず）、④架空の預金計上（全く入金していない預金を計上）、⑤架空の準備金計上（名古屋へ送った1万円などを「全ク保護預ケ同様」として準備金に算入）、⑥資金繰りに余裕なし（支払準備不足の金融機関は、銀行とは言い難いのでは）といった経営上の問題を抱えていることが明らかにされた。

東京府に位置する第十五国立銀行は、1877年に大蔵検査を受けた。検査のなかで、同行は、①役員数が「冗多」（他の銀行と異なり、政府貸付メインで事務が簡易であるにもかかわらず）、②学校への「差出金」（学校への差出金は、株式会社たる国立銀行の「主意」に反している）、③役員報酬が「過當」（一般向けの貸付業務を行わず、営業の苦勞も少ないのにもかかわらず）、④宮内省による「検査」（検査の権限をもつのは大蔵省のみであり、宮内省検査は銀行条例違反）といった経営上の問題を抱えていることが明らかにされた。

⁷ 例えば、Singh (2007)。

そして、検査官によって、主要な役員報酬の2～3割カットが要求されている⁸。

以上のように、草創期の日本の銀行業（国立銀行）は、概してプリミティブ（primitive）なレベルでの経営問題を抱えており、しばしば近代的銀行業とはかけ離れた実態であったため、大蔵省銀行検査を通じて、まずはその問題点の洗出しと経営の近代化が誘導されていた。リスク・マネジメントの観点からみれば、まずは銀行経営にかかわるオペレーショナル・リスクの改善に重点が置かれていたといえよう。

2. 普通銀行時代その1：1893-1926

明治後期には、国立銀行制度が廃止されて普通銀行への転換を促進するために、そのバーターとして銀行規制が緩和され、大蔵省銀行検査もほとんど実施されなくなった⁹。しかし、日清戦後恐慌や日露戦後恐慌に伴って銀行破綻が徐々に社会問題化したこともあり、大蔵省銀行検査は再び実施され始める。なお、この頃の検査は問題行に対して重点的に実施されたようであり、その成果は『銀行事故調』にまとめられている¹⁰。

（1）組織・制度

大正期に入ると、銀行検査の充実化の機運が高まり¹¹、第一次世界大戦への参戦に伴う規制強化の流れの中で、1916年には大蔵省に銀行局が設置され、専任の銀行検査官ポストがはじめて設けられて、大蔵省銀行検査はようやく体制として制度化されるに至った。同年、銀行条例も改正され、営業認可取消権のほか、銀行検査妨害・命令違反への罰則規定として千円以下の罰金刑が設けられるなど、銀行検査の実効性を担保する法的根拠が新たに導入された。1916年改正銀行条例によって、大蔵省銀行検査は質的にかなり強化されたとみてよいだろう。

ここで、大蔵省銀行検査官数の推移を示した表3、表4をみよう。1920年以前の検査官数は検査官補をあわせてもわずか6名であり、検査官1人あたりの負担は300行以上のぼっていた。1921年、1922年と検査官数は大幅に増加した結果、検査官1人あたりの負担は、70行程度にまで大幅に減少した。数値だけでいえば、2・3年に1度のペースで実地検査を行うことが可能な水準に到達したといえる。1920年3月の反動恐慌の経験をふまえ、大蔵省が銀行監督強化へと働きかけを強めて、政府予算を獲得した結果と推察できる。

次に、普通銀行時代の大蔵検査の頻度を示した表5、表6をみよう。1927年以前の検査頻度は年平均61.2行であったが、銀行数が多いため検査カバレッジは年平均で3.3%にすぎなかった。実際、銀行経営者にとって当時の実地検査は5・6年に1回程度というような感覚であったという。

⁸ 周知のように、2008年のリーマンショック以降、金融機関の役員報酬の減額が要求されている。第十五国立銀行の検査事例は、ある意味予言的であるといえるかもしれない。

⁹ 粕谷誠（2000）。

¹⁰ 渋谷隆一（1975）。

¹¹ 例えば、「銀行取締の第一策としては先ず右法律の嚴重なる施行を望んで已まず。…幸にして現政府は茲に見る処ありしか、新予算には銀行取締費一万二千元を計上せり。其の実施せられんことを望む」というような大蔵省検査の強化を求める意見が民間側からもあらわれていた。「銀行破綻の防御」『東洋経済新報』第691号、1914年12月25日、6～8頁。

表 3 銀行検査官数の推移①, 1915-1924 年

	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923	1924
検査官 (a)	2	2	2	2	2	2	6	8	7	6
検査官補 (b)	4	4	4	4	4	4	16	22	19	16
銀行数 (c)	2,099	2,091	2,062	2,039	2,001	1,987	2,001	1,945	1,840	1,765
(a+b)/c	350	349	344	340	334	331	91	65	71	80

出典: 大蔵省編纂 (1940) 583~591 頁, 『銀行通信録』第 431 号 (1921 年 9 月) 54 頁, 『銀行通信録』第 442 号 (1922 年 8 月) 58 頁, 『大阪銀行通信録』第 312 号 (1923 年 8 月) 83 頁, 大蔵省編『歳入歳出予算参照書』各年版, 大蔵省昭和財政史編集室編 (1956) 付録 25 頁, 大蔵省銀行局編 (1916-35).

注: 銀行数は, 普通銀行と貯蓄銀行の合計である。

表 4 銀行検査官数の推移②, 1925-1934 年

	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934
検査官 (a)	6	6	18	18	18	18	18	17	17	17
検査官補 (b)	16	16	54	54	54	54	51	46	46	46
銀行数 (c)	1,670	1,544	1,396	1,131	976	872	771	625	601	563
(a+b)/c	76	70	19	16	14	12	11	10	10	9

出典: 前掲表 3 参照。

表 5 普通銀行に対する大蔵検査頻度の推移①, 1915-1924 年

	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923	1924
検査実施数	38	80	69	44	36	5	70	118	65	105
普通銀行数	2,099	2,091	2,062	2,039	2,001	1,987	2,001	1,945	1,840	1,765
カバレッジ (%)	1.8	3.8	3.3	2.2	1.8	0.3	3.5	6.1	3.5	5.9

出典: 大蔵省編纂 (1937) 79~80 頁, 大蔵省検査課「年次別検査金融機関数調」(「検査課関係議会想定質問応答」(1931 年 1 月)『昭和財政史資料』R44-1-9), 「銀行検査実績」『大阪銀行通信録』第 450 号 (1935 年 2 月) 89 頁, 大蔵省銀行局編 (1916-35).

注: 1915 年のみ, 8-12 月末. 検査実施数には書類検査は含まれない. 銀行数は, 普通銀行と貯蓄銀行の合計である。

表 6 普通銀行に対する大蔵検査頻度の推移②, 1925-1934 年

	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934
検査実施数	93	53	20	421	461	96	205	154	204	135
普通銀行数	1,670	1,544	1,396	1,131	976	872	771	625	601	563
カバレッジ (%)	5.6	3.4	1.4	37.2	47.2	11.0	26.6	24.6	33.9	24.0

出典: 前掲表 6 参照。

最後に, 銀行検査に関わる政府財政予算の推移を示した表 7, 表 8 をみよう. 大蔵検査に関わる項目が予算書内に独立した項目として登場するのは, 1921 年のことである. 先にみたように, 1921 年には前年の反動恐慌をうけて検査官の大幅増員が実施されていること

から、検査関係の予算額が大幅に増加したことがその背景にあるとみてよいだろう。1926年以前の検査関係経費は年平均で 30,186 円であり、主として実地検査の旅費に使用されている。

表 7 大蔵省銀行検査関係経費の推移①, 1921-1927 年

	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927
旅費（円）	17,174	39,174	37,380	37,380	24,304	25,704	117,194
特別経費（円）	44,299	31,395	—	—	—	—	281,630

出典: 大蔵省主計局編（1922-35）。

注: 「銀行其他金融機関検査監督旅費」の項目があらわれるのは、1922 年度以降である。旅費は通常実地検査の際に使用される。特別経費は、「備人料」、「備品費」、「図書及印刷費」など検査システムの拡充に使用される。

表 8 大蔵省銀行検査関係経費の推移②, 1928-1934 年

	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934
旅費（円）	117,194	106,373	106,373	77,999	77,999	74,759	74,759

出典: 前掲表 7 参照。

（2）機能

大蔵省銀行検査の機能も明確に進化した。検査報告書については、明治草創期同様、筆書きでくずし字も使用されたものであったが、経営問題等の事項について箇条書きで記されるようになり、形式にやや統一感がみられるようになった。不良債権問題については必ず言及されるようになっており、例えば、第八十五銀行のような健全経営銀行においても、わずかの不良債権問題が指摘されてその整理が懲慥されている¹²。別表 1 で提示した他の銀行の事例からも同様の傾向が確認できる。

この時期の検査の主な機能が、まず不良債権の選別とその整理の懲慥になったことは間違いないだろう。また、取締役会の開催や支店ガバナンスの強化といった組織的な銀行経営を促す指導も行われており、銀行経営のさらなる近代化誘導も行われていた。

3. 普通銀行時代その 2 : 1927-1943

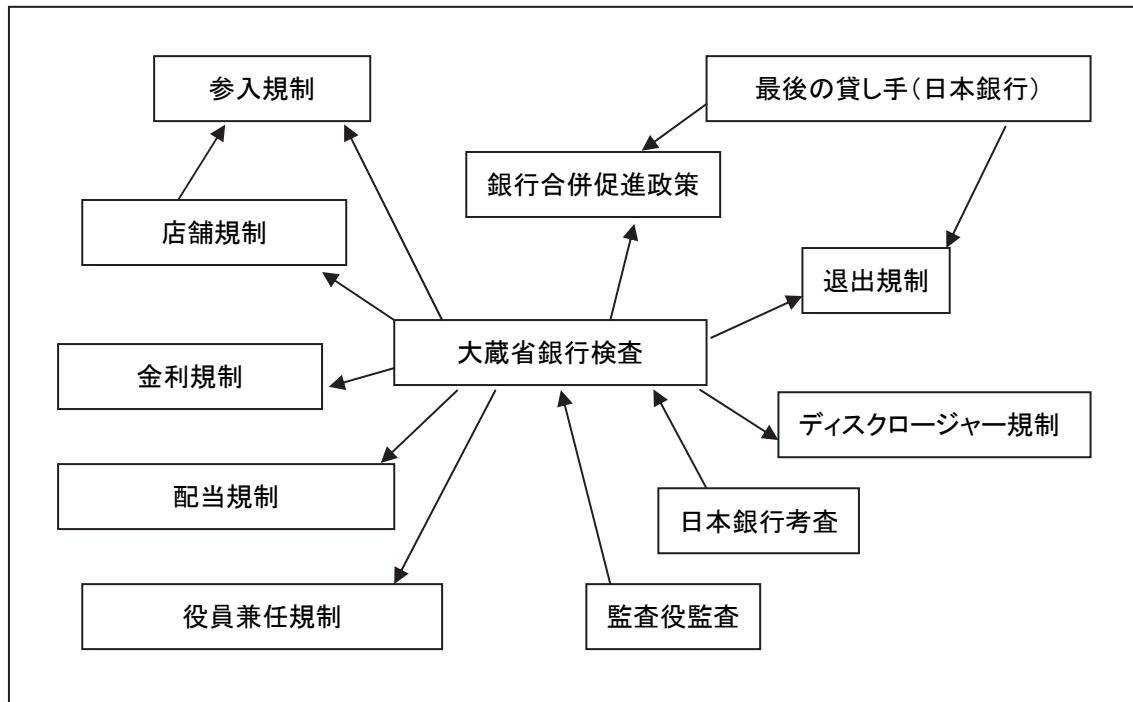
周知のように、1927 年は日本金融史において忘れられない（memorable）年といえる。同年、「新銀行法」が制定され、大蔵省銀行局に検査課が新たに設置された。この背景には、1920 年代の断続的な金融危機と大蔵省の危機への対応の進展があったのはもちろんだが、偶然にも 1927 年春の昭和金融恐慌が重なったことで、銀行監督は一段と強化の方向へと向かうこととなる。

さて、ここで 1927 年頃の銀行規制と銀行監督との関係概要を示した図 1 をみよう。1920 年代における銀行規制の強化と 1927 年銀行法を経て、日本の銀行業にはさまざまな銀行規制がかけられることとなったわけだが、大蔵省銀行検査はそれらの実効性を担保する中

¹² 「第八十五銀行検査顛末ニ関スル件一括」（1917 年 5 月 3 日）埼玉県行政文書大 970G-1、埼玉県立文書館所蔵。詳しくは、邊英治（2007a）を参照されたい。

核的役割を担っていた。例えば、ディスクロージャー規制、役員兼任規制、店舗規制といった重要な銀行規制について、その遵守状況は究極的には実地検査（もちろんオフサイト・モニタリングも行われる）を通じてチェックが行われるシステムとなったのである。日本銀行取引先に対して実施される日本銀行考査（1928年に考査部設置）は、大蔵検査の重要なサポーターとして、監査役監査とともに補完的役割を担っていた。

図1 戦前期日本の銀行規制と監督との関係概要（1927年頃）



出典: 邊英治 (2004a).

注: 矢印は、補完関係を示す。

（1）組織・制度

1926年金融制度調査会において「検査機関充実」方針が確認された後、大蔵省銀行局に検査課が新設された。同時に、「新銀行法」（1927年）は、「改正銀行条例」（1916年）よりも厳しい罰則規定を備えるに至った。業務停止権、免許取消権に加えて、新たに役員改任権が規定された。さらに、銀行経営者を震え上がらせたのが、検査妨害や隠蔽工作等に対する1年以内の懲役刑の規定であった¹³。法的根拠の整備と強化を通じて、銀行検査の実効性は著しく高まったとみてよいだろう。

前掲表4でみたように、銀行検査官数は18名へと大幅に増加し、検査官補も加えた総数は72名に達した。また、前掲表7・表8からわかるように、検査関係の政府財政予算も大幅に拡充され、年平均94,081円となった。当然、前掲表6のように、検査頻度も大幅に向上した。1928年以降の検査頻度は平均で年240行に及び、検査カバレッジは年平均で30.3%にまで増加した。銀行経営者からみれば、実地検査は2・3年に1度のペースで

¹³ 詳しくは、1927年銀行法第23条及び第34条を参照されたい。東京銀行集会所編（1927）。

実施されるという感覚だっただろう。さらに、日銀取引先銀行の場合は、日銀審査も受けるから、大蔵省と日銀とで交互にほぼ毎年受検するようになったとみてよいだろう。こうして、銀行検査の頻度とカバレッジは、銀行監督として合理的な水準にまで発達をみたのである。

(2) 機能

この時期になると銀行検査の実態についても、さまざまな改善がみられた。検査報告書については、規定されたフォームに検査官が記入する形式となり、記入も筆ではなくペンで行われ、くずし字の使用量も大幅に減少、検査後に大蔵省より発せられる「示達書」についてもタイプされたものが中心的になった¹⁴。検査関係の書類が整備されたことで、検査の効率化と明瞭化が進んだといえよう。

さらにこの時期特筆すべきは、「整理状況報告書」の作成が新たに義務づけられたことである¹⁵。「整理状況報告書」では、不良債権の債務者名、貸出種類、整理済額、その整理の方法、整理残額、についての報告様式が規定され、さらに検査報告書で指摘された不備事項の改善状況についても報告するものとなっており、検査のフォローアップ・システムというきわめて重要な役割を担っていた。「整理状況報告書」は毎月の提出が義務づけられており、たとえ整理が進捗しなかった場合にも、その旨を報告することとされた¹⁶。「整理状況報告書」は不良債権処理政策の切り札と位置づけても過言ではないだろう。

ところで、当時の銀行貸出の特徴の1つに、関係者向け貸出（insider lending）問題があり、その背景にはいわゆる「機関銀行」問題が存在した。周知のように、「機関銀行」は日本産業革命期における銀行業の主流をなしており、役員兼任関係を手がかりとして、多額の関係者向け貸出を行っていた¹⁷。当然、規律付けの薄弱な（slack discipline）貸出も生まれることとなった。ちなみに、1926年時点での銀行役員兼任比率は、80%を超過していたという¹⁸。

ここからも窺われるように、当時の検査の主眼は、「機関銀行」関係から派生した関係者向け貸出によって生じた不良債権問題であり、その処理であった。例えば、埼玉県西武銀行では、頭取柿原万蔵に対する25.9万円もの大口貸出（総貸出の25%）が、担保不足で「情実的取扱」となっている点が指摘され、「処置方針」が問われるなど厳しい追及を受けている¹⁹。大蔵省は、「整理状況報告書」を通じて同行への監督を続け、不良債権処理の進捗が思わしくない場合には、「示達書」を発して整理促進を慫慂した。最終的に、頭取柿原は退任するに至ったが、不良債権処理は、現金回収・利益金償却・担保売却などを通

¹⁴ 西武銀行「大蔵省銀行検査関係書類」（1931年10月～1935年2月）、埼玉78、埼玉県立文書館所蔵。他にも、大同銀行（和歌山県）、五業銀行（秋田県）をはじめ多くの大蔵省銀行検査の事例から確認できる。別表1も参照されたい。

¹⁵ 「整理状況報告書」の書式については、邊英治（2003）を参照されたい。

¹⁶ 星野喜代治「検査を通じて見たる銀行経営上の諸注意」『全国地方銀行協会講演叢書』第1篇、全国地方銀行協会、1937年、62～64頁。

¹⁷ Lamoreaux (1994) は、銀行と借り手の間における情報費用の低下というインサイダー貸出のメリット面を強調している。経済発展の初期段階ではこのメリットは重要な役割を果たすと考えられるが、銀行と借り手が癒着することによってインサイダー貸出のリスクが上昇する可能性にも留意したい。

¹⁸ Okazaki and Yokoyama (2001)。

¹⁹ 重役関係貸・大口貸の削減の指導については、西武銀行の他、飯能銀行、上州銀行、会津銀行、網野銀行、四日市銀行、益子銀行、両羽銀行でも史料的に確認できる。別表1も参照されたい。

じて 20%以上もの進展をみせた²⁰。産業革命期以来、日本の伝統的な銀行経営方式であった役員兼任関係を手がかりとする「機関銀行」方式は、銀行監督を通じて厳格に否定されたのである。

不良債権問題が一段落した 1935 年になると、大蔵省銀行局検査課によって「銀行検査の新方針」²¹ が示され、①長期的観点からの不良債権問題の改善、②ポートフォリオ・アプローチの採用、③預金貸出のトータル管理 (ALM) の促進、の 3 つの方針が掲げられた。不良債権処理の促進や関係者向け貸出の削減から銀行経営の健全性確保・維持や不良債権の発生防止へと、銀行検査のプライオリティがシフトすることが明示されたといえよう。また同年、これまで躊躇されてきた財閥系銀行（六大銀行＝三井、三菱、住友、第一、安田、三和）に対する大蔵省実地検査が初めて実施された。さらに、検査を通じて銀行自身のリスク管理方法などを報告させる「諸調書」の提出が求められるようになった。これは、銀行のリスク管理状況（支店長等の貸出権限、担保掛目、支店監督方法など）を銀行経営者の側から報告させることで、リスク管理の重要性を再認識させることが可能な新たな検査手法であり、銀行家自身のセルフ・ディシプリン (self-discipline) の向上を目指すものであった。

このように、1935 年において大蔵省銀行検査の機能は、平時からシステムティックに銀行経営の健全性確保・維持を主眼とするものとなったという意味で、事実上ブルーデンス監督 (prudential supervision) へと進化したのである。ここに、戦前期日本のブルーデンス監督は確立されたといえよう。なお、1943 年、太平洋戦争激化の中で、大蔵省銀行検査は中止されている。

むすびにかえて

以上みてきたように、日本のブルーデンス監督は、「危機と革新」の螺旋の中で、発展・進化してきた。組織・制度面でみれば、明治草創期の欧米による植民地化の危機の中で近代的銀行業の育成のため大蔵省銀行検査制度は成立し、一時の中断をはさんで日清戦後恐慌・日露戦後恐慌の金融危機を経て再開をみることとなり、1920 年反動恐慌などの断続的金融危機の中で、抜本的に組織・制度面での強化が進められた。機能面でみれば、当初は primitive なレベルであったが、金融危機を経る中で徐々に進化していき、1935 年の「銀行検査の新方針」によって、ブルーデンス監督として確立されたことを明らかにした。

最後に、このような日本のブルーデンス監督の革新が、新たな危機へとつながっていく可能性を包摂していた点を指摘することで、むすびにかえたい。

大蔵検査官の回顧によると、戦前期における銀行検査官は、銀行家からの接待攻勢に対して断固拒否の姿勢を貫いていたとされる²²。しかしながら、戦時期に入ると、このような断固拒否の姿勢は崩れ始めていたようである。この点を示唆する一次史料（史料 1）が、次の 1938 年北海道拓殖銀行に対する大蔵省検査に関わる史料である²³。具体的には、村岡

²⁰ 本検査事例の詳しい内容については、邊英治（2004b）、邊英治（2006）を参照されたい。

²¹ 大蔵省銀行局検査課「銀行検査の新方針」（1935 年 4 月 27 日）『大阪銀行通信録』第 453 号、52 頁。

²² 泥谷良次郎編（1934）、今井一男（1983）。ちなみに、今井によれば、銀行検査官が接待漬けとなるのは、戦後のことである。

²³ 北海道拓殖銀行「村岡検査官一行接待関係費処理ノ件」（1938 年 6 月 25 日）、北海道開拓記念館所蔵。なお、史料中の下線は筆者が付した。

銀行検査官一行に対する北海道拓殖銀行の接待記録である。ちなみに、北海道拓殖銀行は、当時は特殊銀行だったから、いわゆる官官接待に近い性格のものだったと考えられる。

史料によると、函館支店に検査官一行が赴いた際、料亭での酒宴の代金や芸姑さんへのご祝儀代金、さらには大沼公園でのサイダー代金などが、大蔵検査に関わる経費として、北海道拓殖銀行側から支払われていることがわかる。大沼公園の散策とその後のサイダーはさぞかし格別の味がしたに違いない。もちろん、このような宴会や観光は、実地検査に必要な行程とはいいい難いだろう。

このように、プルーデンス監督の機能不全という問題を潜在的に孕みつつ、戦後日本のプルーデンス監督は大きく再編されていくこととなったのである²⁴。

史料 1

首題費用本支店分左記ノ通り本店経費ヲ以テ支出相成可然哉

記

金 一、九二三円七〇銭 別紙之通

(中略)

函館支店

静養軒別館食事代	八円〇〇
根崎温泉御園ホテル宿料差額外	二十九円一五
<u>住よし酒宴代</u>	九〇円六一
大沼ニテ写真代	四円二〇
大沼往復自動車賃	一〇円〇〇
函館市内巴川御食事代	一四円〇〇
<u>住よし女中藝姑祝儀</u>	一二円〇〇
稜關自動車運轉手心付二人分	四円〇〇
<u>大沼公園ニテサイダー三本</u>	〇円七五
計	一七二円八一

(以下、省略)

²⁴ 戦後復興期における大蔵省銀行検査・日本銀行考査の改革については、邊英治（2005a）を参照されたい。

参考文献

- Lamoreaux, Naomi R. (1994) *Insider Lending: Banks, Personal connections, and Economic Development in Industrial New England*, Cambridge University Press.
- Okazaki, Tetsuji and Kazuki Yokoyama (2001) “Governance and Performance of Banks in Prewar Japan: Testing the ‘Organ Bank’ Hypothesis Quantitatively”, *CIRJE-F-111, Discussion Paper (University of Tokyo)*.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009) *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Singh, Dalvinder (2007) *Banking Regulation of UK and US Financial Markets*, Ashgate Publishing.
- 今井一男 (1983) 『金融行政私話』日本評論社.
- 大蔵省銀行局編 (1916-35) 『銀行局年報』第 40 次～59 次.
- 大蔵省主計局編 (1922-35) 『歳入歳出総予算』大正 11～昭和 10 年度各年版.
- 大蔵省昭和財政史編集室編 (1956) 『昭和財政史』第 2 卷, 東洋経済新報社.
- 大蔵省編纂 (1937) 『明治大正財政史』第 14 卷, 財政経済學會.
- (1940) 『明治大正財政史』第 1 卷, 財政経済學會.
- 大島清 (1952, 1955) 『日本恐慌史論』上・下, 東京大学出版会.
- 粕谷誠 (2000) 「金融制度の形成と銀行条例・貯蓄銀行条例」伊藤正直・鶴見誠良・浅井良夫編『金融危機と革新』日本経済評論社.
- 加藤俊彦 (1957) 『本邦銀行史論』東京大学出版会.
- 齊藤壽彦 (1998) 「日本銀行考査の成立」『創価経営論集』第 23 卷第 2 号.
- 渋谷隆一 (1975) 「『銀行事故調』解題」『経済学論集』(駒沢大学) 第 6 卷臨時号, 1975 年 3 月.
- 進藤寛 (1968) 「わが国地方銀行合同政策の展開 (中)」『金融経済』第 108 号.
- 第一銀行八十年史編纂室編 (1957) 『第一銀行史』上巻, 第一銀行.
- 東京銀行集会所編 (1927) 『新銀行法並同施行細則説明及質疑應答速記録』東京銀行集会所.
- 泥谷良次郎編 (1934) 『堤長發君小傳』日本公論社.
- 邊英治 (2003) 「大蔵省検査体制の形成とその実態—1920 年代を中心として—」『金融経済研究』第 20 号, 2003 年 10 月.
- (2004a) 「わが国における銀行規制体系の形成と確立—1920 年代を中心に—」『歴史と経済』(旧『土地制度史学』) 第 182 号, 2004 年 1 月.
- (2004b) 「大蔵省検査と不良債権の処理過程—昭和初期, 埼玉県西武銀行を題材に—」『地方金融史研究』第 35 号, 2004 年 3 月.
- (2005a) 「戦後復興期における大蔵省検査・日本銀行考査の改革」『東京大学経済学研究』第 47 号, 2005 年 3 月.
- (2005b) 「戦時体制下における大蔵省銀行検査—プルーデンス規制としての側面を中心に—」『社会経済史学』第 70 卷第 6 号, 2005 年 3 月.
- (2006) 「プルーデンス規制と不良債権問題—1915～45 年, 日本の銀行規制の分析—」東京大学博士論文, 2006 年 1 月.
- (2007a) 「大正バブル期における大蔵省銀行検査—成立の背景と初期の実態—」『エコノミア』第 58 卷第 1 号, 2007 年 5 月.
- (2007b) 「明治維新时期における大蔵省銀行検査—日本の銀行業の近代化—」『エコノミア』第 58 卷第 2 号, 2007 年 11 月.

——（2008）「西南戦争後における銀行経営問題と大蔵省銀行検査—1878～85 年，第二十六国立銀行を中心に—」『エコノミア』第 59 巻第 1 号，2008 年 5 月．

——（2009）「草創期における第十五国立銀行と大蔵省銀行検査—1877～82 年—」『地方金融史研究』第 40 号，2009 年 5 月．

明治財政史編纂會編（1905）『明治財政史』第 13 巻，丸善．

別表 1 分析対象とした主な大蔵省銀行検査事例リスト (26 行)

所在地	銀行名	払込資本金	支店数	県内順位	全国順位	検査開始年月
埼玉	西武銀行	475,000	2	11/34	491/1,396	1931.10.
埼玉	飯能銀行	875,000	1	6/34	275/1,396	1932.3.
福岡	嘉穂銀行	830,000	5	5/65	284/1,396	1929.3.
福島	会津銀行	1,050,000	2	3/40	214/1,396	1929.7.
山口	大島銀行	825,000	2	4/12	287/1,396	1928.4., 29.3.
群馬	上州銀行	1,060,000	6	4/23	211/1,396	1925.2.
群馬	伊勢崎銀行	1,945,000	6	1/23	135/1,396	1925.2.
三重	四日市銀行	6,570,000	26	2/11	36/1,396	1923.4., 28.11.
栃木	足利銀行	5,070,000	19	2/32	52/1,396	1920
山梨	網野銀行	150,000	0	27/58	978/1,396	1929.6.
栃木	益子銀行	300,000	1	18/32	657/1,396	1935.7.
福島	福島貯蓄銀行	250,000	0	23/40	779/1,396	1929.3.
山口	華浦銀行	576,000	14	6/12	391/1,396	1927.10.
岐阜	実業銀行	260,000	0	17/32	730/1,396	1927.10.
山形	鶴岡銀行	475,000	1	12/31	492/1,396	1921.11.
山口	宇部銀行	931,250	12	3/12	257/1,396	1924, 1928
山形	最上銀行	250,000	0	20/31	779/1,396	1929.5.
山形	両羽銀行	3,860,000	13	1/31	74/1,396	1928.10., 29.2., 31.1.
秋田	第四十八銀行	2,710,000	16	2/14	98/1,396	1924.11., 34.10.
秋田	秋田銀行	5,000,000	11	1/14	56/1,396	1922.6.
栃木	茂木銀行	480,000	2	11/32	485/1,396	1932.10.
埼玉	第八十五銀行	3,650,000	10	2/34	79/1,396	1916.11.
埼玉	熊谷商業銀行	12,500	0	34/34	1,387/1,396	1916.11.
和歌山	大同銀行	1,350,000	16	5/17	173/1,396	1928.6.
秋田	五業銀行	250,000	1	9/14	767/1,396	1927.6.
東京	安田銀行	92,750,000	147	1/106	1/1,396	1935.8.

出典：大蔵省銀行局編『銀行総覧』（第 34 回），1928 年 5 月（1927 年末現在）をもとに筆者が計算．

注：県内順位，全国順位とも，1927 年末時点における払込資本金の額が大きいものほど上位とした．同順位の場合には，支店数の多いものを上位とした．検査日は，当該検査の内容を検討した分のみ記載．

なお，北海道拓殖銀行（1938 年 5 月検査）は特殊銀行のため，本表には記載していない．

補論 2

銀行経営の変容
—1920 年代、30 年代の日本—

佐藤 政則

はじめに

本報告では、鎮目報告が論じた 1920 年代、30 年代の経済恐慌とその対策のもとで一挙に進行した、銀行経営者レベルでの経営観の主流交替を検討する。それは、邊報告で論じられるブルーデンス監督を有効化し、総じて 1927 年銀行法の規制を受容する基盤となった。

(1) 1920 年代の金融恐慌は普通銀行の危機（表 1 参照）

- ①普通銀行の預金、貸出について 1927 年金融恐慌前と昭和恐慌後とを比べれば、貸出で 3 割強、預金で 1 割の減となった。
- ②減少したのは普通銀行の預金・貸出だけであり、その他の金融機関は逆に増加した。普通銀行組織特有の現象であった。

表1 金融機関の預金・貸出等の推移

(百万円、%)

		1926年末			1932年末			B/A
		行数等	金額(A)	構成比	行数等	金額(B)	構成比	
普通銀行	貸出	1,417	9,219	85.8	538	6,343	73.1	68.8
	預金		9,178	71.7		8,319	55.3	90.6
貯蓄銀行	貸出金	124	264	2.5	87	405	4.7	153.4
	預金		1,067	8.3		1,687	11.2	158.1
信託会社	貸出金	33	453	4.2	37	876	10.1	193.4
	金銭信託		423	3.3		1,226	8.1	289.8
無尽業者	貸付金	243	22	0.2	274	42	0.5	190.9
	給付資金		32	0.2		72	0.5	225.0
市街地信用組合	貸出金	239	99	0.9	267	154	1.8	155.6
	預金		106	0.8		160	1.1	150.9
農村信用組合	貸付金	12285*	686	6.4	12,781	853	9.8	124.3
	貯金		841	6.6		883	5.9	105.0
郵便貯金	郵便貯金		1,156	9.0		2,704	18.0	233.9
合計	貸出等		10,743	100.0		8,673	100.0	80.7
	預金等		12,803	100.0		15051	100.0	117.6

出所：日本銀行統計局『明治以降 本邦主要経済統計』1966年。なお*には市街地信用組合数を含む。

(2) 銀行構造の変化—重層構造からの集約化—（表 2 参照）

払込資本金の規模で推移を見ると、1920 年代の金融恐慌と 1927 年銀行法による小規模銀行淘汰によって劇的に変化した。

- ① 銀行数は 1515 行から 313 行へ、約 1/3
- ② 1925 年では 10 万円以上 30 万円未満の銀行が 4 割近くを占め、全体に下位に分散した構造（寺西重郎「分散化」、伊牟田敏充「重層的金融構造」）
- ③ 1932 年には 1927 年金融恐慌、29/31 年昭和恐慌、1927 年銀行法により、50

万円以上 300 万円未満が 5 割近くを占めるようになる。

- ④ 昭和恐慌後の景気拡大を背景に経営内容の改善が進展し、他方で新たな銀行統合によって、1939 年では 30 万円以上 300 万円未満の銀行群の構成比が低下し、300 万円以上の銀行群の構成比が上昇した。
- ⑤ 総じて多種多様な銀行群(1925 年)と比べれば、ある程度同質化したいくつかのグループに区分できる銀行群(1939 年)に変わった。

表2 銀行数と銀行規模の変化

(年末,万円,%)

払込資本金規模	1925		1932		1939	
	行数	構成比	行数	構成比	行数	構成比
1 ~5	114	7.5				
2 5~10	163	10.8				
3 10~30	546	36.0	90	16.9	54	17.3
4 30~50	217	14.3	104	19.5	53	16.9
5 50~100	234	15.4	154	28.8	80	25.6
6 100~300	156	10.3	113	21.2	66	21.1
7 300~500	30	2.0	23	4.3	20	6.4
8 500~1000	35	2.3	31	5.8	23	7.3
9 1000~5000	16	1.1	14	2.6	11	3.5
10 5000~	4	0.3	5	0.9	6	1.9
全銀行	1,515	100.0	534	100.0	313	100.0

出所：寺西重郎『日本の経済発展と金融』岩波書店、1982 年、表 5-6, 5-16, 5-19 を基に作成。

なお上記表 5-6 では 1 千万円以上を一括していたが、本表では 1 千万円～5 千万円、5 千万円以上の二つに区分した。

原資料は、『第五十次銀行局年報』21 表「全国普通銀行別資本金、預金、貸出金調」（大正 14 年）、『第五十七次銀行局年報』同表（昭和 7 年）、東京銀行集会所調査課『本邦銀行財務分析（第一輯）』1939 年上・下期

(3)1927 年金融恐慌がもたらした銀行経営者への衝撃（表 3 参照）

1920 年代から 30 年代初頭の金融危機を通じて全国の多くの銀行が取り付けに遭ったが、そのなかから休業に追い込まれる銀行も生じた。1927 年中に休業した銀行 44 行から、その後開業した銀行を除いた 38 行を概括し、これらが銀行経営者、株主、預金者に与えた衝撃を考えてみたい。

① 休業銀行整理にあたっての欠損補填

未払込資本金の徴収、銀行重役の私財提供

それ以上の欠損がある場合、預金者およびその他債権者で損失を負担(=預金切捨て)

小額預金の場合 100 円までなら全額支払い

大口預金の場合 100 円を超える金額に対して、以下のように一定率で支払い

左右田(50.5%)、中井(62.2%)、村井(58.5%)

中沢(55%)、八十四(56%)、近江(66.9%)¹

¹ 大蔵省「財界恐慌後ニ於ケル銀行ノ整理及財界善後措置」（昭和 3 年 3 月 29 日）『日本金融史資料 明治・大正編』第 25 巻、p383。

- ② 表3の株主一人あたり平均未払込資本金額(A/B)をみると、村井銀行の427千円から栗太銀行の189円まで、判明する限りで26行に及ぶ。
- ③ また同表の1預金口数あたり平均預金額(C/D)をみると、泰昌銀行の8157円から玉島商業銀行の112円まで広範囲である。
- ④ 銀行経営者の多くは、大株主でもあり、大口預金者でもある。(場合によっては大口の借手でもある。)
- ⑤ 休業銀行の整理において銀行経営者の経済的負担は非常に重い²。
- ⑥ 銀行休業とその整理問題の発生(「社会的悲劇」)は、銀行に関わる経営者や大株主一般に恐怖感をもたらした。これ以降の銀行経営者は、次のように、それ以前とは経営に対する意識が異なる。

「従来銀行重役中にはあるいは他の事業に熱中のあまり、あるいはただ漫然として銀行業に熱心ならざる者また責任を自覚せざる者、またなきにしもあらずでありましたが、過般の恐慌以来彼の休業銀行の重役が如何に苦しみつつあるか、また其の預金者、株主等に対して如何に迷惑を及ぼしているか、という事を目撃した結果、銀行経営者として其の責任の重きを悟らぬ者はほとんどない有様であります」³

- ⑦ 1927年銀行法は、大正15年以来の金融制度調査会での検討を経て法制化された。その制定過程において生じていた銀行界の一般的雰囲気は、先走りすぎるというものであり、消極的受容といったものであった。しかし1920年代の金融危機における恐怖を経験ないし共有したことから、30年代からの本格的な実施過程における雰囲気は一変した。
- ⑧ 「預金の取り付け」と「貸出の焦げ付き」に対する恐怖感をもたらした経営
 - ⇒ 支払準備の確保、貸出審査の強化、重役の他業兼務の抑制、行内検査の充実、大倉検査・日銀考査の受け入れ等
 預金の支払い準備に常に留意し、企業の掘り起こしなどは危険視し、できるだけ優良そうな大企業への貸出、短期のコール取引、有価証券運用などを重視する。他方で経費の節約は徹底的に心がける。総じて安全志向の消極的な経営であった。

(4) 銀行統合への姿勢

- ① 次のように安直な資力充実策としての銀行合同が、新たな危機をまねいた。

「過般の恐慌以来、全国当業者の多くは、何れも銀行業経営の責任の重きを悟り、一日も早く自己の銀行の内容を整備し、資力の充実を図り、世人の信用を博さねばならぬと考えておる様であります。而して急速に右の目的を達するには、やはり銀行合同の方法に依るのが最も賢明な策であると考えておるのであります」⁴

したがって財閥系を含め有力銀行の銀行合同への姿勢は、慎重であった。

² 例えば、百五銀行頭取・川喜田久太夫は息子の壮太郎に「おまえは何になってもいいから、銀行の後継ぎだけはしないでくれ」という教育方針であったという。地方金融史研究会「川喜田壮太郎氏との座談会」『地方金融史研究』第4号、1971年11月、所収。

³ 大蔵省「休業問題ヲ中心ニシテ休業銀行整理問題と新銀行法」(昭和2年12月)『日本金融史資料 明治・大正編』第25巻、p378。なお引用は現代語表現に直している。以下同様。

⁴ 前掲「休業問題ヲ中心ニシテ休業銀行整理問題と新銀行法」、p378。

表3 1927年中に休業した銀行

(千円)

銀行	休業 月日	本店所 在府県	公称 資本金	未払込 資本金(A)	株主 数(B)	A/B	預金 (C)	預金 口数(D)	C/D	支店
今治商業	1月24日	愛媛	2,500	0	823	0	13,684			11
深谷商業	1月31日	埼玉	600	300	378	0.794	2,333			4
広部	2月14日	東京	100	0	個人	0	4,757			5
徳島	2月23日	徳島	1,300	600	758	0.792	7,705			7
徳島貯蓄	2月23日	徳島	500	375			2,007			
丹後共立	3月8日	京都	100	25	91	0.275	634			0
東京渡辺	3月15日	東京	5,000	3,000	18	166.667	37,005	32,043	1.155	9
あかち貯蓄	3月15日	東京	500	300			5,349	37,731	0.142	
中井	3月19日	東京	5,000	0	18	0	45,551	48,390	0.941	12
久喜	3月22日	埼玉	200	39	175	0.223	1,656	5,436	0.305	1
村井	3月22日	東京	10,250	5,125	12	427.083	60,059	82,159	0.731	20
左右田	3月22日	神奈川	5,000	2,500	17	147.059	21,753	56,505	0.385	15
中沢	3月22日	東京	5,000	3,750	14	267.857	8,686	28,359	0.306	7
八十四	3月22日	東京	5,000	2,700	579	4.663	17,798	28,377	0.627	6
山城	3月22日	京都	500	180	200	0.900	1,379			3
桑船	3月23日	京都	500	368	83	4.434	286	1,072	0.267	0
浅沼	3月23日	岐阜	1,000	735	267	2.753	4,598	21,500	0.214	13
添田	3月24日	福岡	100	0	37	0	533	889	0.600	0
東葛	3月31日	千葉	1,000	600	864	0.694	1,927	7,966	0.242	8
第六十五	4月8日	兵庫	10,000	3,750	660	5.682	28,173	20,745	1.358	11
鞍手	4月13日	福岡	1,500	500	487	1.027	5,842	8,190	0.713	8
栗太	4月15日	滋賀	1,000	200	1,056	0.189	6,239	16,397	0.380	12
近江	4月18日	大阪	15,000	5,625	4,355	1.292	137,135	101,169	1.356	32
泉陽	4月19日	大阪	700	0	278	0	1,513	5,323	0.284	0
蘆品	4月19日	広島	500	160	162	0.988	1,230	5,022	0.245	1
門司	4月20日	福岡	500	215	220	0.977	148	271	0.546	0
西江原	4月20日	岡山	1,000	600			2,695	15,600	0.173	7
広島産業	4月20日	広島	1,000	0	36	0	4,366	66,847	0.065	5
十五	4月21日	東京	100,000	50,250	7,207	6.972	368,434	209,002	1.763	36
泰昌	4月21日	東京	5,000	3,000	24	125.000	7,602	932	8.157	0
武田割引	4月21日	東京	500	118	39	3.026	585	963	0.607	1
明石商工	4月21日	兵庫	500	263	106	2.481	1,040	3,431	0.303	2
鹿野	4月23日	山口	200	128	270	0.474	260	999	0.260	2
河泉	4月25日	大阪	500	250	13	19.231	1,639	5,420	0.302	3
福島商業	6月13日	福島	1,075	0	335	0	8,734	13,063	0.669	13
能登産業	8月12日	石川	2,000	1,005	992	1.013	2,665	14,072	0.189	6
玉島商業	9月5日	岡山	100	0	42	0	299	2,678	0.112	0
宝珠花	9月5日	埼玉	100	20	98	0.204	128	548	0.234	0

注：(1)休業後に開業した丹波商工(京都)、蒲生(滋賀)、若狭(福井)、魚住(兵庫)、相知(佐賀)、鹿児島勤儉の各銀行は除いた。(2)預金口数は休業時。その他は1926年末の数値。なお、桑船と浅沼の両行預金額は『第五十一次銀行局年報』21表「全国普通銀行別資本金、預金、貸出金調」(大正15年/昭和元年)で補充した。(3)空欄は不明。

出所：休業銀行・公称資本金・払込資本金・預金・貸出・休業日；日本銀行「関東震災ヨリ昭和二年金融恐慌ニ至ル我財界」『日本金融史資料 昭和編』第24巻、pp81-82による。預金口数；大蔵省「昭和二年三月十五日以後休業銀行調」『日本金融史資料 昭和編』第25巻、pp392-404によるが、山城銀行は大蔵省「財界恐慌後ニ於ケル銀行ノ整理及財界善後措置」同書p387による。

②しかし、1930年代、1940年代前半を通して考えれば、戦時金融統制が強化されるに伴い、慎重な銀行合同姿勢から脱却し、これを新たな銀行間競争の重要な戦略といち早く位置づけた有力銀行が、競争を制していくことになる。

③こうして戦時体制期を通じて、素朴な「堅実経営」を包摂した、極めて積極的な銀行統合競争が展開されるのである。

おわりに

明治期から1990年代における銀行経営の考え方を鳥瞰すれば、二つの思考がスパイラルに交錯し各々の時代を特徴付けているように思われる。ひとつは、主に資産面からの発想であり、企業や地域産業のプロモートが銀行の社会的使命だと考える「積極経営」観である。今ひとつは、主に負債面に基づく発想であり、銀行自身の存立を第一義的に考える「堅実経営」観である。車の両輪のような両者であるが、時代によってはいずれかがより重視されてきたと言えよう。

銀行制度が導入され日本的な変容のもとに定着していく明治期の主流は、百三十銀行(松本重太郎)や北浜銀行(岩下清周)に代表されるように、前者のプロモート思考、「積極経営」であり、それは第一次大戦期にピークを迎える。しかし、1920年反動恐慌、23年関東大震災を機に「其の経営慎重を欠き、ために破綻を惹起して一般財界並びに預金者に損害を及ぼすこと少なからざるものあり」⁵と危険視されるようになり、27年金融恐慌、29～31年昭和恐慌による預金取り付けと銀行休業によって単純なプロモート経営は最終的に破棄された。

なぜなら、ほとんどの銀行経営者が、程度の差はあれ、二つの恐怖症に罹病したからである。一つは「預金取り付け恐怖症」であり、二つには「焦げ付き貸出恐怖症」であった。これらの病状が重ければ重いほど、優秀な銀行経営者と見なされたのである。預金の支払い準備に常に留意し、中小企業の掘り起こしなどは危険視し、できるだけ優良そうな大企業への貸出、短期のコール取引、有価証券運用などを重視する。他方で経費の節約は徹底的に心がける。総じて安全志向の消極的な経営観であった。

こうした「堅実経営」観は、30年代の不良債権処理を背景に、小規模銀行消滅、経営堅実化、預金者保護、監督強化、銀行統合を推進した1927年銀行法の各種規制を、受容し有効化した。1920年代、30年代は、まさに上記二つの経営観の史上初の交替期であった。

ちなみに、こうした素朴な「堅実経営」観を陳腐なもの、臆病なもの、企業や地域社会に対する責任を果たそうとしないもの、と見なすようになるのは戦後の高度成長期である。そこにおいて一層強化された戦後的「積極経営」観が台頭するのである。

⁵ 金融制度調査会「普通銀行制度ニ関スル調査」(大正15年10月13日)『日本金融史資料 明治・大正編』第18巻、p23。

参考文献

- 朝倉孝吉編著『两大戦間における金融構造』御茶の水書房、1980 年
- 石井寛治『近代日本金融史序説』東京大学出版会、1999 年
- 石井寛治・原朗・武田晴人編『日本経済史 3 两大戦間期』東京大学出版会、2002 年
- 井手英策『高橋財政の研究』有斐閣、2006 年
- 伊藤正直『日本の対外金融と金融政策 1914-1936』名古屋大学出版会、1989 年
- 同 「昭和初年の金融システム危機」IMES Discussion Paper Series 2001-J-24
- 伊牟田敏充『昭和金融恐慌の構造』経済産業調査会、2002 年
- 同 『戦時体制下の金融構造』日本評論社、1991 年
- 永廣顕「昭和金融恐慌と休業銀行の破綻処理問題」『甲南経済学論集』43(2)、2002 年
- 岡崎哲二「戦間期の金融構造変化と金融危機」『経済研究』11(4)、1993 年
- 同 「昭和金融恐慌と三菱銀行」『三菱資料館論集』(5)、2004 年
- 岡崎哲二・澤田充「銀行統合と金融システムの安定性」『社会経済史学』69(3)、2003 年
- 加藤俊彦『本邦銀行史論』東京大学出版会、1957 年
- 是永隆文・長瀬毅・寺西重郎「1927 年金融恐慌下の預金取付け・銀行休業に関する数量分析」
『経済研究』52(4)、2001 年
- 白井博之「昭和金融恐慌後の銀行経営と破綻銀行の預金支払いについて」
『甲子園短期大学紀要』24、2005 年
- 白鳥圭志「1920 年代における銀行経営規制の形成」『経営史学』36(3)、2001 年
- 杉山伸也編著『「帝国」の経済学』岩波書店、2006 年
- 高橋亀吉・森垣淑『昭和金融恐慌史』（再録）講談社学術文庫、1993 年
- 靄見誠良「第一次大戦期におけるコール市場の確立」『経済志林』48(4)、1981 年
- 靄見誠良・伊藤正直・浅井良夫編著『金融危機と革新』日本経済評論社、2000 年
- 寺西重郎『日本の経済発展と金融』岩波書店、1982 年
- 中村隆英『昭和恐慌と経済政策』（再録）講談社学術文庫、1994 年
- 中村隆英編『戦間期の日本経済分析』山川出版社、1981 年
- 藪下史郎『金融システムと情報の理論』東京大学出版会、1995 年
- 堀内昭義「「機関銀行」というビジネス・モデルをどのように評価するのか」
『商学論纂』46(3)、2005 年
- 同 「小銀行と工業化」『中小企業総合研究』(1)、2005 年
- 山崎廣明『昭和金融恐慌』東洋経済新報社、2000 年
- 横山和輝「1927 年昭和金融恐慌下の銀行休業要因」『日本経済研究』(51)、2005 年

経済社会総合研究センター Working Paper 発行一覧

No.	発行年月日	題 名 / メンバー
1	2001/04/29	■品質を考慮した中古マンションの価格モデルの推定 [小野 宏哉・高辻 秀興・清水 千弘]
2	2002/03/01	■国家の在り方に関わる基本問題 ―日本国家の戦略的危機管理を考える― [大貫 啓行]
3	2002/04/01	■首都圏中古マンション市場を対象とする品質調整済住宅価格指数の開発 ―市場の構造変化と指数の接続― [小野 宏哉・高辻 秀興・清水 千弘]
4	2002/03/12	■日本のアイデンティティと外交政策 [ロナルド A・モース]
5	2002/03/15	■イスラムの拡大と21世紀の国際社会理解の為に ―イスラム拡大が引き起こす諸問題― [保坂 俊司]
6	2002/03/27	■地理情報システムでの利用を考慮した地域経済環境データベースの構築 [籠 義樹・高辻 秀興]
7	2002/03/31	■Real Options研究の現状 [高辻 秀興・小野 宏哉・佐久間 裕秋・籠 義樹]
8	2002/09/25	■技術革新と景気循環システム [永井 四郎]
9	2002/10/22	■地方自治体財政の現状分析 ―普通会計ベースで見た全国団体別財政力比較― [佐久間 裕秋]
10	2003/03/06	■財政赤字、公債と家計消費 [中村 洋一]
11	2004/02/01	■地方自治体財政の現状分析 ―普通会計ベースで見た全国団体別財政力比較― 平成12年度決算 [佐久間 裕秋]
12	2004/03/01	■デフレーション下の経済政策 [永井 四郎]
13	2004/03/20	■産学共同プロジェクト ～論理的企業風土確立に向けての組織改革～ [中野 千秋・山田 敏之・福永 晶彦・野村 千佳子・長塚 皓右]
14	2004/03/25	■私立大学財務の脆弱性と安定性 [浦田 広朗]
15	2004/03/25	■インフォーマルな金融システムの発展と政府の役割 ―「合会」（無尽）の発展における公的対応に関する日中比較研究― [陳 玉雄]
16	2004/03/25	■生命表形式による労働力と就業構造の分析：1987-2002年 [別府 志海]
17	2004/07/10	■日本ベンチャーキャピタル産業の発展プロセスとインプリケーション [李 宏舟]
18	2004/11/25	■Conjunct method of deriving a hedonic price index in a secondhand housing market with structural change [小野 宏哉・高辻 秀興・清水 千弘]
19	2005/03/01	■地方自治体財政の現状分析 ―普通会計ベースで見た全国団体別財政力比較― 平成14年度決算 [佐久間 裕秋]
20	2006/03/25	■Incorporating Land Characteristics into Land Valuation for Reconstruction Areas [小野 宏哉・清水 千弘]
21	2007/02/15	■土地利用の非効率性 ―東京都区部・事務所市場の非効率性の計測― [清水 千弘・唐渡 広志]
22	2007/02/18	■モンゴルにおける国際援助の経済効果、人口ボーナス [セリーテル・エリデネツール]
23	2007/02/20	■大正時代初期の宇都宮太郎 ―参謀本部第二部長として― [櫻井 良樹]
24	2007/03/31	■東アジアにおける企業家活動と地域産業の発展に関する研究 [佐藤 政則・陳 玉雄・連 宜萍・丘 紫昀]
25	2007/11/29	■Change in house price structure with time and housing price index ―Centerd around the approach to the problem of structural change― [清水 千弘・高辻 秀興・小野 宏哉・西村 清彦]
26	2007/11/29	■炭素税による温暖化対策の不確実性 [清水 透・小野 宏哉]
27	2008/03/31	■『人民日報』からみた「改革・開放」 ―中国の国際情勢認識と経済制度― [佐藤 政則・陳 玉雄]
28	2008/03/31	■中国の環境問題を考える [三瀧 正道・陳 玉雄・金子 伸一・汪 義翔]
29	2008/12/25	■近代日中関係の担い手に関する研究（中清派遣隊） ―漢口駐屯の日本陸軍派遣隊と国際政治― [櫻井 良樹]
30	2009/01/25	■Econometric Approach of Residential Rents Rigidity ―Micro Structure and Macro Consequences― [Chihiro Shimizu]

No.	発行年月日	題 名 / メンバー
31	2009/03/27	■日本の経営は“意欲的労働力”の創出によって効果的か – “理念共有化”仮説の提唱– [大場 裕之]
32	2009/03/31	■サブプライム問題以降の大きな変化と世界経済、オバマ政権の経済外交政策 [成相 修]
33	2009/03/31	■「銭荘」の発展と衰退 – 「中国式銀行」の衰退要因に関する試論– [陳 玉雄]
34	2009/04/13	■Investment Characteristics of Housing Market –Focusing on the stickiness of housing rent– [清水 千弘]
35	2010/02/01	■What have we learned from the real estate bubble? [清水 千弘]
36	2010/02/01	■Structural and Temporal Changes in the Housing Market and Hedonic Housing Price Indices [清水 千弘・高辻 秀興・小野 宏哉・西村 清彦]
37	2010/02/12	■日本の経営の海外移転は成功しているのか –職務意識による理念共有化仮説の検証：メキシコ進出日系M社工場の事例を中心に– [大場 裕之]
38	2010/03/31	■中国の社区を考える [汪 義翔・三瀧 正道・金子 伸一・陳 玉雄]
39	2010/03/14	■日本の雇用形態の多様化に関する研究調査 [成相 修・佐藤 純子]
40	2010/07/01	■Will green buildings be appropriately valued by the market? [Chihiro Shimizu]
41	2011/03/10	■緊張が増す朝鮮半島と日本 – 「2010 東アジア共同体への課題」プロジェクト研究報告– [成相 修・金 泌材]
42	2011/03/31	■自動車リコール届出による不具合データの収集および整理 –報告書– [長谷川 泰隆]

[問い合わせ先]

〒277-8686 千葉県柏市光ヶ丘2-1-1

麗澤大学経済社会総合研究センター

Tel:04-7173-3761 / Fax:04-7173-3767

<http://ripess.reitaku-u.ac.jp/>

掲載されている論文、写真、イラスト等の著作権は、麗澤大学経済社会総合研究センター及び執筆者にあります。これらの情報は著作権法上認められた場合を除き、無断で転載、複製、翻訳、販売、貸与などの利用をすることはできません。